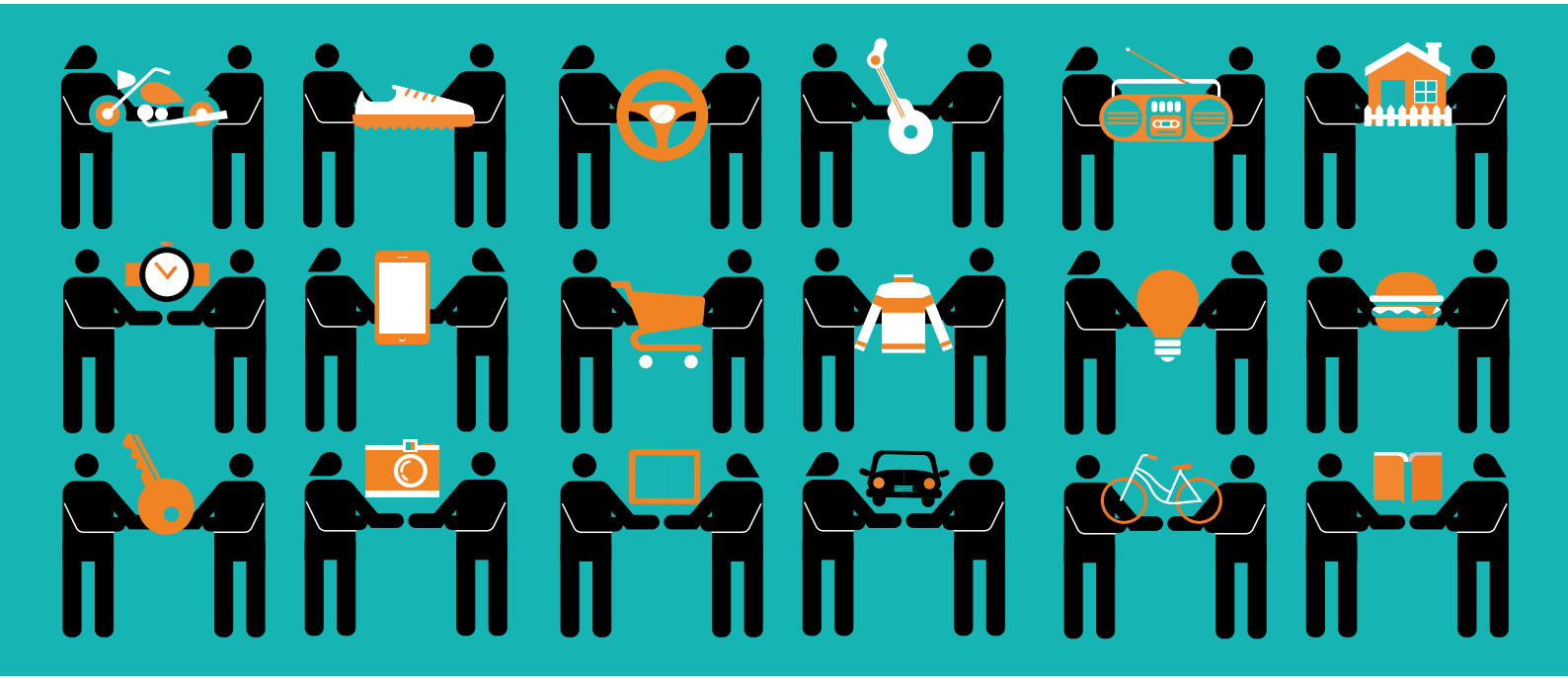
IM07

INFORME MENSUAL
NÚMERO 425 | JULIO-AGOSTO 2018



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Las claves del crecimiento mundial: un análisis transversal

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Una recuperación intensiva en empleo: factores explicativos

ECONOMÍA PORTUGUESA
¿Qué explica la baja inflación portuguesa?

DOSSIER: LA ECONOMÍA DEL *SHARING*

La economía del sharing*: de fenómeno emergente a pieza clave de la revolución digital*

La economía del sharing *y el turismo*

La economía del sharing *y el mercado de trabajo*

Los retos de la regulación ante la economía del sharing

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Julio-Agosto 2018

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista jefe
Oriol Aspachs
Director de Macroeconomía y Mercados Financieros
Estel Martín
Directora de Estrategia Bancaria

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:
30 de junio de 2018

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS
9 *¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL
15 *Crecimiento en EE. UU.: el poder del capital humano*
16 *Las claves del crecimiento mundial: un análisis transversal*
18 *La importancia de las presiones salariales en la determinación de los precios*

22 ECONOMÍA ESPAÑOLA
24 *Una recuperación intensiva en empleo: factores explicativos*

27 ECONOMÍA PORTUGUESA
29 *¿Qué explica la baja inflación portuguesa?*
30 *La buena evolución del sector exterior portugués en 2018*

32 DOSSIER: LA ECONOMÍA DEL *SHARING*
32 *La economía del* sharing*: de fenómeno emergente a pieza clave de la revolución digital*
Àlex Ruiz
34 *La economía del* sharing *y el turismo*
Roser Ferrer
36 *La economía del* sharing *y el mercado de trabajo*
Josep Mestres Domènech
38 *Los retos de la regulación ante la economía del* sharing
Ricard Murillo Gili

El nuevo mundo de la economía colaborativa

La economía colaborativa o economía del *sharing* viene de muy lejos. Hace años, el estudiante que anunciaba clases de repaso en el tablón de anuncios de la panadería de su vecindario ya participaba de la economía colaborativa. Hoy en día, aunque aún se pueden ver este tipo de anuncios, las plataformas digitales han desplazado al corcho como punto de encuentro entre proveedores y usuarios y se han convertido en un modelo de negocio.

Al reducir los costes de transacción, las plataformas digitales amplían enormemente el alcance potencial de la economía colaborativa. En determinados sectores, como el alojamiento, el transporte de personas o los servicios para la vivienda, su crecimiento en los últimos años ha sido espectacular.

Ciertamente, esta expansión de la economía colaborativa genera nuevas oportunidades. Para los potenciales ofertantes, modalidades de trabajo flexibles o nuevas fuentes de ingresos –como el caso de una persona que decide dedicar unas horas a la semana a hacer de repartidor a domicilio o el de aquella familia que alquila la habitación de un hijo que se ha emancipado–. Para los consumidores, ofrece nuevos servicios, una mayor diversidad de oferta y precios más bajos. Para el conjunto de la sociedad, la economía colaborativa puede contribuir a un uso más eficaz de los recursos (por ejemplo, al compartir un coche para un viaje de larga distancia).

El potencial de la economía colaborativa también plantea la necesidad de clarificar el marco regulatorio bajo el que las plataformas y sus participantes deben desarrollar sus actividades. En primer lugar, para proporcionar la necesaria seguridad jurídica, un ingrediente esencial para que florezca, con todo su esplendor, cualquier actividad económica. En este sentido, por ejemplo, debería quedar claro bajo qué condiciones una persona que ofrece sus servicios en una plataforma se considerará un trabajador por cuenta propia y bajo qué otras lo será por cuenta ajena. La distinción es relevante porque los derechos laborales de unos y otros son muy distintos. Y, también, porque esta determinación define implícitamente quién es el prestador del servicio, si la plataforma o el trabajador. Siempre existirán zonas grises, pero una buena legislación debe intentar minimizarlas.

Una buena regulación también debería evitar la competencia desleal. La economía colaborativa no debería ser una rendija para el arbitraje regulatorio ni para la economía sumergida. Es necesario que exista un terreno de juego equilibrado para todos los competidores que ofrezcan servicios equivalentes. A la vez, es importante tener en cuenta criterios de proporcionalidad. Las exigencias no deberían ser las mismas para alguien que arrienda una vivienda durante unos pocos días al año que para un emprendedor que se dedica a alquilar por días las viviendas de un edificio entero durante todo el año. Los límites entre una y otra actividad deben estar claros y parecería lógico que los requisitos exigibles a los segundos deberían ser los mismos que los que aplican a un apartotel de iguales dimensiones. En el ámbito de la fiscalidad, las plataformas también pueden ayudar a las autoridades fiscales y a los contribuyentes a cumplir con sus obligaciones.

En la economía colaborativa, como sucede a menudo, la realidad va por delante de las leyes. Se debería evitar, al menos, que las leyes quedaran muy atrás.

Esperamos que disfruten de la lectura del Dossier, del resto del *Informe Mensual* y, por descontado, de unas merecidísimas vacaciones.

Enric Fernández
Economista jefe
30 de junio de 2018

Cronología

JUNIO 2018

13 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 1,75%-2,00%.
14 El BCE anuncia que las compras netas de activos disminuirán hasta los 15.000 millones de euros mensuales a partir de octubre y finalizarán en diciembre de 2018.

ABRIL 2018

13 La agencia de calificación Moody's mejora la nota crediticia de España, de Baa2 a Baa1.

FEBRERO 2018

5 Jerome Powell asume la presidencia de la Reserva Federal de EE. UU. en sustitución de Janet Yellen.

MAYO 2018

8 EE. UU. abandona el acuerdo nuclear con Irán alcanzado en 2015 y anuncia el restablecimiento de las sanciones. Argentina pide ayuda financiera al FMI para afrontar los importantes desajustes macroeconómicos del país.
31 EE. UU. impone los aranceles a importaciones de acero y de aluminio procedentes de Europa, México y Canadá.

MARZO 2018

8 El presidente Donald Trump impone aranceles a las importaciones de acero y aluminio.
21 La Fed aumenta el tipo oficial en 25 p. b. hasta situarlo en el intervalo 1,50%-1,75%.

ENERO 2018

19 La agencia de calificación Fitch mejora la nota crediticia de España, de BBB+ a A–.
31 La Autoridad Bancaria Europea (EBA) pone en marcha el test de estrés de la banca europea para el periodo 2018-2020.

Agenda

JULIO 2018

3 España: afiliación a la Seg. Social y paro registrado (junio).
11 Portugal: IPC (junio).
16 España: cuentas financieras (1T).
China: PIB (2T).
18 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
19 Portugal: créditos y depósitos (mayo).
26 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
España: encuesta de población activa (2T).
Portugal: ejecución presupuestaria (junio).
27 EE. UU.: PIB (2T).
30 España: avance del IPC (julio).
Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
31 España: PIB (2T).
España: ejecución presupuestaria del Estado (junio).
Eurozona: PIB (2T).
31-1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.

AGOSTO 2018

31-1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
2 España: afiliación a la Seg. Social y paro registrado (julio).
6 Japón: PIB (2T).
8 Portugal: empleo (2T).
14 Eurozona: PIB (2T).
Portugal: avance del PIB (2T).
20 España: créditos, depósitos y morosidad (junio).
22 Portugal: créditos y depósitos (junio).
27 Portugal: ejecución presupuestaria (julio).
30 España: avance del IPC (agosto).
Eurozona: índice de sentimiento económico (agosto).
31 Portugal: PIB (2T).

Crecimiento firme en un entorno de volatilidad

La economía mundial navega con mar de fondo. La actividad global ha completado el primer semestre del año con un crecimiento dinámico, en cotas cercanas al 3,8% de 2017. Estas cifras positivas, que proceden de buenos registros tanto en las economías avanzadas como en las principales emergentes, contrastan con la intensificación de los riesgos bajistas, especialmente los de carácter geopolítico y comercial, y un cambio de tono en el entorno financiero. Por un lado, a lo largo del semestre, la Administración estadounidense ha tomado una orientación más beligerante en política exterior, con medidas como la reintroducción de sanciones económicas sobre Rusia e Irán o la amenaza de una guerra comercial con China y otros socios como la UE. De hecho, en junio, EE. UU. anunció una subida arancelaria sobre las importaciones chinas y activó los aranceles sobre las importaciones de acero y aluminio procedentes de la UE, México y Canadá (lo que provocó una represalia desde Europa, con subidas arancelarias sobre las importaciones estadounidenses). Aunque el impacto directo de todas estas medidas es pequeño (apenas afectan a un 1,5% de los flujos comerciales de bienes a nivel global), sus consecuencias pueden ser mucho más negativas si acaban afectando el sentimiento inversor y la confianza de los consumidores. En este mismo sentido, en los mercados financieros, los temores a un giro proteccionista a nivel global y las mayores tensiones geopolíticas han traído consigo un aumento de la aversión al riesgo y han desencadenado repuntes de volatilidad, con correcciones en las bolsas, incrementos de las primas de riesgo y depreciaciones de las divisas emergentes. Así, al fin del semestre, el entorno financiero de muy baja volatilidad de los últimos años parece que queda ya muy lejos.

La política monetaria se vuelve menos acomodaticia. El cambio de panorama financiero hacia un entorno más volátil no solo ha respondido a tensiones geopolíticas, sino que también es consecuencia del gradual endurecimiento de la política monetaria a nivel global. Concretamente, la mejora del escenario macroeconómico está permitiendo que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) reduzca sostenidamente el estímulo monetario, lo que empieza a tensionar las condiciones financieras domésticas e internacionales (las economías emergentes se han visto especialmente penalizadas por la renovada fortaleza del dólar). El pasado junio, la Fed dio continuidad a esta dinámica con un nuevo incremento de su tipo de interés de referencia (el segundo en lo que va de año), hasta llevarlo al intervalo 1,75%-2,00%. Además, presentó una visión muy positiva del escenario macroeconómico estadounidense con la que reiteró la intención de mantener el ritmo de subidas de tipos en los próximos trimestres. Efectivamente, los indicadores disponibles señalan que EE. UU. avanzó con fuerza en el primer semestre del año. Sin embargo, la economía tiene el reto de mantener un buen ritmo de crecimiento sin el apoyo de la política fiscal expansiva, que probablemente desaparecerá a mediados del año que viene.

Europa se afianza en la fase expansiva del ciclo. A diferencia de EE. UU., la eurozona se encuentra en una fase menos madura del ciclo y mantiene unas perspectivas positivas a pesar de un comienzo de año menos dinámico. En concreto, los factores de carácter temporal (meteorología adversa, huelgas y episodios de gripe anormalmente intensos en el norte de Europa), así como la volatilidad del sector exterior, tuvieron un papel clave en la desaceleración de los indicadores en los primeros meses del año. No obstante, la demanda interna exhibió un crecimiento más firme y refuerza la visión de que la eurozona se ha consolidado en la fase expansiva del ciclo. Precisamente, fruto de esta visión, el pasado junio, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que en diciembre de 2018 pondrá fin a las compras netas de activos. Con todo, en los próximos trimestres, el BCE preservará unas condiciones financieras acomodaticias, al no modificar sus tipos de interés de referencia y mantenerse presente en los mercados a través de la reinversión del principal de los activos que vayan venciendo en su balance.

Portugal consolida su escenario positivo y la economía española cierra el semestre con buenos registros de actividad. Del mismo modo que en la eurozona, los factores temporales hicieron que la desaceleración del crecimiento en la primera mitad de 2018 también se notara en la economía portuguesa. Sin embargo, el consumo privado y la inversión siguieron avanzando sólidamente, lo que refleja la firmeza de fondo del escenario macroeconómico y el asentamiento de Portugal en la fase expansiva del ciclo económico. Por su parte, en España, los indicadores señalan que la actividad avanza con fuerza y, según el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research, en el 2T 2018 el crecimiento se habría situado en el 0,66% intertrimestral, prácticamente el mismo registro que en el 1T (0,7%). De cara a la segunda mitad del año, prevemos que el crecimiento se suavice de forma muy gradual a medida que algunos de los factores que lo han impulsado en los últimos años vayan perdiendo fuerza. No obstante, las condiciones financieras acomodaticias y las fortalezas internas de la economía española (firme creación de empleo, ganancias en competitividad exterior y progresos en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos) seguirán sustentando un crecimiento robusto.

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds	3,43	0,48	0,64	1,39	2,50	3,00	3,25
Líbor 3 meses	3,62	0,69	0,98	1,61	2,80	3,29	3,20
Líbor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,41	3,25
Deuda pública 2 años	3,70	0,72	1,18	1,84	3,00	3,42	3,30
Deuda pública 10 años	4,70	2,70	2,49	2,41	3,35	3,75	3,55
Euro							
Depo BCE	2,05	0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,20	0,25
Refi BCE	3,05	1,13	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75
Eonia	3,12	0,77	-0,35	-0,34	-0,35	-0,10	0,40
Euríbor 1 mes	3,18	0,93	-0,37	-0,37	-0,34	-0,08	0,42
Euríbor 3 meses	3,24	1,13	-0,32	-0,33	-0,32	-0,04	0,44
Euríbor 6 meses	3,29	1,30	-0,22	-0,27	-0,22	0,12	0,62
Euríbor 12 meses	3,40	1,51	-0,08	-0,19	-0,12	0,27	0,79
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,45	0,08	0,73
Deuda pública 10 años	4,30	2,21	0,29	0,35	0,70	1,26	1,96
España							
Deuda pública 3 años	3,62	2,59	-0,13	-0,04	0,06	0,70	1,45
Deuda pública 5 años	3,91	3,16	0,30	0,31	0,50	1,13	1,86
Deuda pública 10 años	4,42	4,13	1,43	1,46	1,50	2,01	2,66
Prima de riesgo	11	192	114	110	80	75	70
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	4,85	0,76	-0,05	0,08	0,83	1,74
Deuda pública 5 años	3,96	5,42	2,05	0,46	0,73	1,41	2,24
Deuda pública 10 años	4,49	5,90	3,75	1,84	1,95	2,46	3,11
Prima de riesgo	19	369	346	149	125	120	115
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD	1,13	1,33	1,05	1,18	1,21	1,23	1,24
EUR/JPY	129,50	127,13	122,41	133,70	131,89	129,15	127,72
USD/JPY	115,34	96,09	116,06	113,02	109,00	105,00	103,00
EUR/GBP	0,66	0,83	0,85	0,88	0,87	0,86	0,84
USD/GBP	0,59	0,62	0,80	0,75	0,72	0,70	0,68
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	68,00	66,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	56,20	53,66	53,23

Nota: *Los datos corresponden al promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario.*

Previsiones

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,2	3,8	3,9	3,8	3,7
Países desarrollados	*2,6*	*1,1*	*1,7*	*2,3*	*2,3*	*2,1*	*1,8*
Estados Unidos	2,7	1,3	1,5	2,3	2,7	2,2	1,9
Eurozona	2,2	0,2	1,8	2,6	2,2	2,0	1,7
Alemania	1,7	0,9	1,9	2,5	2,2	2,0	1,8
Francia	2,0	0,5	1,1	2,3	2,0	2,0	1,6
Italia	1,5	–1,0	1,0	1,6	1,2	1,0	1,0
Portugal	1,5	–0,6	1,6	2,7	2,3	2,1	2,0
España	3,8	–0,4	3,3	3,1	2,8	2,4	2,3
Japón	1,5	0,3	1,0	1,7	1,1	1,1	0,9
Reino Unido	2,7	0,9	1,9	1,8	1,2	1,6	1,9
Países emergentes	*6,6*	*5,2*	*4,4*	*4,8*	*5,0*	*5,0*	*5,0*
China	10,5	8,6	6,7	6,9	6,5	6,3	6,0
India	7,2	6,7	7,9	6,2	7,5	7,5	7,5
Indonesia	5,1	5,8	5,0	5,1	5,4	5,6	5,9
Brasil	3,6	2,3	–3,5	1,0	2,1	2,6	2,6
México	2,4	2,0	2,9	2,0	2,1	2,4	2,3
Chile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,2	3,2	2,9
Rusia	7,2	1,1	–0,2	1,5	1,8	2,3	2,0
Turquía	5,4	5,0	3,2	7,3	4,5	3,2	3,7
Polonia	4,0	3,2	3,0	4,7	4,8	3,3	2,9
Sudáfrica	4,4	2,0	0,7	1,3	1,2	1,8	1,9
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,9	2,8	3,0	3,3	3,3	3,2
Países desarrollados	*2,1*	*1,6*	*0,8*	*1,7*	*1,9*	*1,8*	*1,9*
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,4	2,0	2,0
Eurozona	2,1	1,5	0,2	1,5	1,6	1,7	1,8
Alemania	1,7	1,4	0,4	1,7	1,7	1,9	1,9
Francia	1,8	1,3	0,3	1,2	1,8	1,8	1,8
Italia	1,8	1,4	0,0	1,3	1,2	1,5	1,6
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,5	1,8
España	3,2	1,5	–0,2	2,0	1,8	1,9	2,0
Japón	–0,3	0,4	–0,1	0,5	0,8	0,8	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,4	2,2	2,1
Países emergentes	*6,7*	*6,0*	*4,3*	*4,0*	*4,4*	*4,3*	*4,1*
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
India	4,5	9,0	4,9	3,3	4,6	5,0	4,7
Indonesia	8,7	6,0	3,5	3,8	3,5	4,4	4,6
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,3	4,1	4,1
México	5,2	4,1	2,8	6,0	4,4	3,8	3,4
Chile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,5	2,9	3,0
Rusia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	3,9	4,0
Turquía	27,2	8,1	7,8	11,1	11,2	9,9	8,1
Polonia	3,5	2,3	–0,2	1,6	1,4	2,7	2,5
Sudáfrica	5,3	6,1	6,3	5,3	4,9	5,4	5,1

Previsiones

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	–1,1	2,9	2,4	2,6	2,0	1,9
Consumo de las AA. PP.	5,0	0,8	0,8	1,6	1,5	0,8	0,7
Formación bruta de capital fijo	6,0	–4,2	3,3	5,0	3,4	3,0	2,7
Bienes de equipo	5,4	–0,3	4,9	6,1	1,6	2,6	2,4
Construcción	6,2	–7,0	2,4	4,6	4,8	3,2	2,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–1,6	2,5	2,8	2,5	1,9	1,8
Exportación de bienes y servicios	4,8	2,4	4,8	5,0	3,7	4,2	4,1
Importación de bienes y servicios	7,1	–1,4	2,7	4,7	3,2	3,2	2,9
Producto interior bruto	**3,8**	**–0,4**	**3,3**	**3,1**	**2,8**	**2,4**	**2,3**
Otras variables							
Empleo	3,4	–1,9	3,0	2,8	2,2	2,1	2,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	21,0	19,6	17,2	15,4	13,7	12,0
Índice de precios de consumo	3,2	1,5	–0,2	2,0	1,8	1,9	2,0
Costes laborales unitarios	3,3	0,4	–0,6	–0,1	0,5	1,8	2,4
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) [1]	–6,0	–2,1	1,9	1,9	1,6	1,7	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	–5,3	–1,7	2,2	2,1	1,8	1,9	1,8
Saldo público (acum., % PIB) [2]	0,4	–7,3	–4,3	–3,1	–2,6	–1,9	–1,3

Notas: *1. Acumulado de cuatro trimestres. 2. Acumulado de cuatro trimestres. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	–0,5	2,1	2,3	2,4	1,8	1,7
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,8	0,6	–0,2	0,4	0,4	0,2
Formación bruta de capital fijo	–0,3	–4,2	1,5	9,2	5,3	4,9	4,5
Bienes de equipo	1,3	–1,0	5,2	13,8	7,4	6,5	5,5
Construcción	–1,6	–7,0	–0,3	9,2	5,5	6,2	5,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,5	–1,4	1,7	2,9	2,6	2,1	1,9
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,4	4,4	7,9	6,5	5,3	4,8
Importación de bienes y servicios	3,6	1,2	4,2	7,9	6,6	5,1	4,4
Producto interior bruto	**1,5**	**–0,6**	**1,6**	**2,7**	**2,3**	**2,1**	**2,0**
Otras variables							
Empleo	0,4	–1,4	1,2	3,3	2,2	1,3	0,9
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,6	6,9	6,4
Índice de precios de consumo	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,5	1,8
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) [1]	–9,4	–4,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) [1]	–7,9	–3,4	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
Saldo público (acum., % PIB) [2]	–4,4	–6,8	–2,0	–3,0	–0,8	–0,9	–0,9

Notas: *1. Acumulado de cuatro trimestres. 2. Acumulado de cuatro trimestres. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*

Previsiones

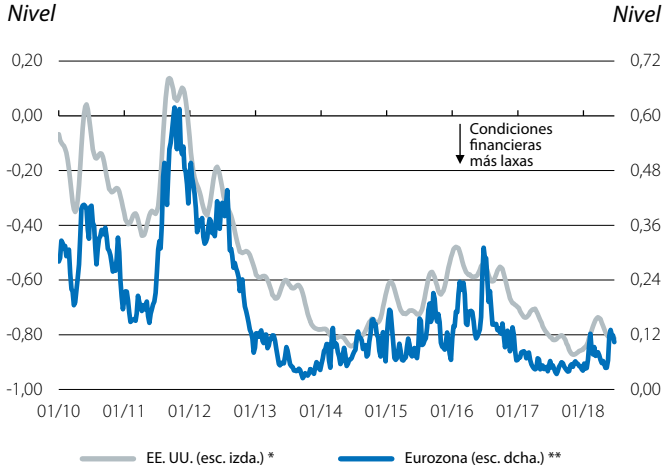
La indecisión predomina en los mercados financieros

Los mercados completan un semestre con volatilidad. El entorno financiero ha dado un vuelco en los primeros seis meses de 2018 y ha dejado atrás el régimen de muy baja volatilidad de los últimos años. A lo largo de esta primera mitad de año, las bolsas han sufrido distintos episodios de pérdidas, los tipos de interés se han movido al alza, las primas de riesgo de la deuda soberana y corporativa se han mostrado inestables y el dólar se ha fortalecido frente a las principales divisas avanzadas y emergentes. El cambio de panorama ha sido conducido, por un lado, por el tono menos acomodaticio de los bancos centrales de las economías avanzadas, reflejo de un escenario macroeconómico positivo. Además, el semestre ha traído consigo un aumento de la aversión al riesgo por temores a un giro proteccionista a nivel global y mayores tensiones geopolíticas. También en junio ambos elementos estuvieron presentes en la coyuntura financiera. En el plano de los bancos centrales, la Fed realizó un nuevo incremento de tipos y el BCE anunció que terminará las compras netas de activos en diciembre de 2018. Aunque estas decisiones no sorprendieron a los inversores, un nuevo repunte de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China (además de con otros socios comerciales, como la UE) y una cierta prevalencia de la incertidumbre política en Italia lastraron, una vez más, unas cotizaciones financieras que cerraron el mes de junio con un tono errático.

La Fed refuerza el endurecimiento de la política monetaria estadounidense. En su reunión de junio, la Fed incrementó su tipo de interés objetivo en 25 p. b. por segunda vez este año y lo situó en el intervalo 1,75%-2,00%. La decisión estuvo respaldada por una visión muy positiva del escenario macroeconómico, según la cual los miembros de la Fed esperan que la actividad estadounidense siga creciendo por encima de su potencial y el mercado laboral se mantenga en una situación de pleno empleo en los próximos años. De este modo, la Fed reiteró la necesidad de dar continuidad al endurecimiento gradual de las condiciones financieras con nuevas subidas de tipos en los próximos trimestres. En concreto, los miembros de la Fed esperan realizar entre cuatro y cinco nuevos incrementos de tipos hasta finales de 2019, una senda en consonancia con el escenario de CaixaBank Research, pero ligeramente más agresiva que la que descuentan las cotizaciones financieras. Aunque los mercados recibieron estos anuncios sin grandes movimientos, en el conjunto del mes los tipos de interés soberanos de EE. UU. se mostraron volátiles, con un repunte de cerca de 15 p. b. en los primeros 15 días del mes que se deshizo, en la segunda mitad, de la mano del repunte de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China.

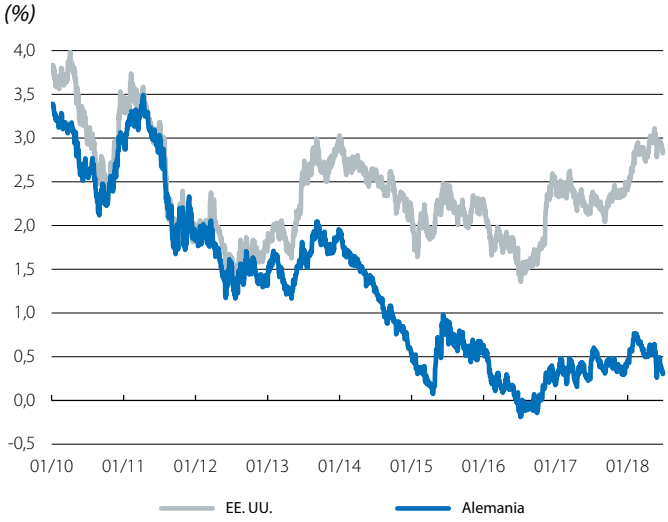
El BCE anuncia el final del QE en su reunión de junio, al señalar que mantendrá las compras netas a un ritmo de 30.000 millones mensuales hasta septiembre, las reducirá a 15.000 millones mensuales a partir de octubre y las finalizará en diciembre de 2018. El BCE fundamentó su anuncio en la firmeza del escenario económico y la consolidación de la eurozona en la fase expansiva del ciclo, pero recordó que la infrautilización de los recursos

Indicadores de las condiciones financieras



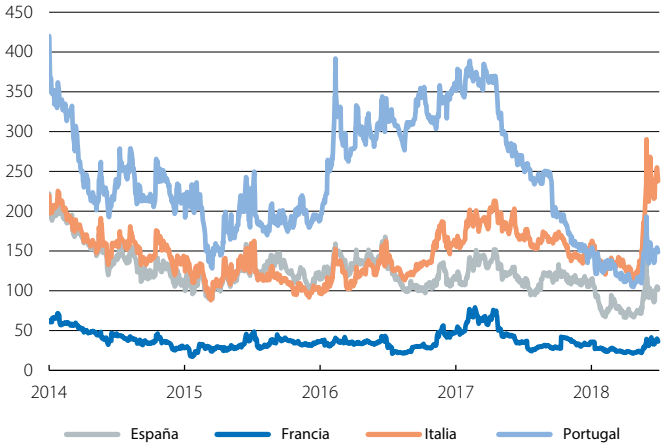
Notas: ** Índice de condiciones financieras de la Reserva Federal de Chicago.*
*** Indicador de estrés sistémico del BCE (media móvil de dos semanas).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

todavía es elevada y las presiones inflacionistas siguen siendo contenidas, por lo que requieren el apoyo de un entorno financiero acomodaticio. Así, el BCE anunció que mantendrá los tipos de interés inalterados hasta, al menos, pasado el verano de 2019 y reiteró que seguirá presente en los mercados financieros a través de la reinversión del principal de los activos que vayan venciendo en su balance. Ante estos anuncios, los tipos de interés soberanos de los países de la eurozona flexionaron a la baja, en un claro reflejo de que los inversores centraron más su atención en la orientación futura de los tipos de interés de referencia que en el fin de las compras netas. Por su parte, las primas de riesgo de la periferia siguieron disminuyendo y recuperándose del episodio de aversión al riesgo alrededor de Italia, aunque todavía cerraron el mes en niveles relativamente elevados.

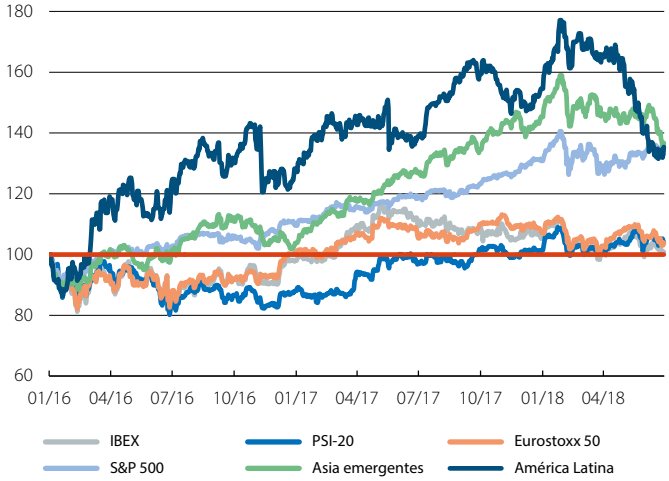
Las bolsas internacionales se muestran erráticas. Los principales parqués internacionales comenzaron el mes de junio con un tono constructivo y registrando ganancias superiores al 3% en las economías avanzadas. Sin embargo, hacia mediados de mes, las bolsas viraron en negativo de la mano de una nueva escenificación de las tensiones entre EE. UU. y sus socios comerciales. Así, los índices de las economías emergentes y de la eurozona sufrieron pérdidas el resto del mes y cerraron junio en negativo (Eurostoxx 50 –0,3%, DAX –2,4%, CAC –1,4% y MIB –0,7%), con la excepción de España y Portugal (IBEX +1,7% y PSI +1,1%), mientras que las bolsas estadounidenses consiguieron terminar, en general, con ligeros avances (S&P 500 +0,5%, Dow Jones –0,6% y Nasdaq +1,0%).

El dólar mantiene su fortaleza en el mercado de divisas. En junio, el dólar siguió con la dinámica de apreciación iniciada a principios de abril y se fortaleció frente a las principales divisas internacionales. Así, entre las economías avanzadas, el euro fluctuó alrededor de los 1,16 dólares, mientras que, en las economías emergentes, prácticamente todas las divisas se depreciaron. El peso argentino (–13,7%) y la lira turca (–1,4%, al recuperar terreno después de la victoria electoral del actual presidente Recep Tayyip Erdoğan) volvieron a verse penalizadas, mientras que el peso mexicano terminó prácticamente en plano en la antesala de las elecciones del 1 de julio.

La OPEP y sus socios suavizan los recortes en la producción de petróleo y aumentarán en 1 millón de barriles diarios (mb/d) el techo a la producción (de 32,5 mb/d hasta el momento) a partir de julio. De todos modos, debido a que distintos países ya producen a plena capacidad, las estimaciones indican que el aumento efectivo se situará alrededor de los 700.000 barriles. Como se analiza en el Focus «¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?», en este mismo *Informe Mensual*, el anuncio se produjo después de unos meses de fuerte encarecimiento del petróleo debido, entre otros factores, a un sobrecumplimiento de los recortes de la producción y a la fortaleza de la demanda global. En este contexto, el precio del barril de Brent fluctuó alrededor de los 75 dólares, sin mostrar una tendencia bajista después del anuncio de la OPEP, y terminó el mes con un nuevo repunte hacia los 78 dólares.

Principales bolsas internacionales

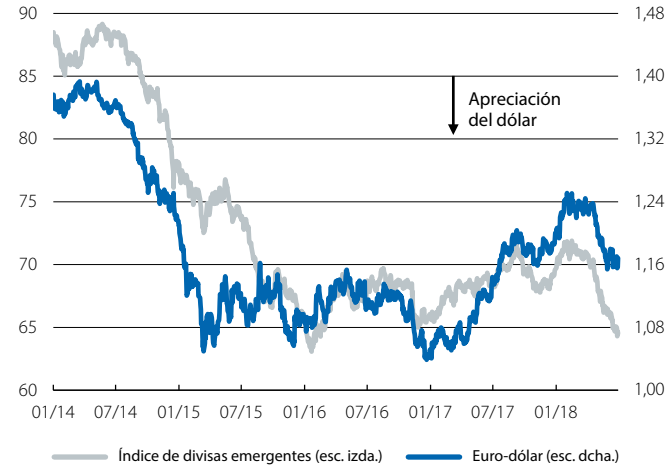
Índice (100 = enero 2016)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Divisas internacionales frente al dólar

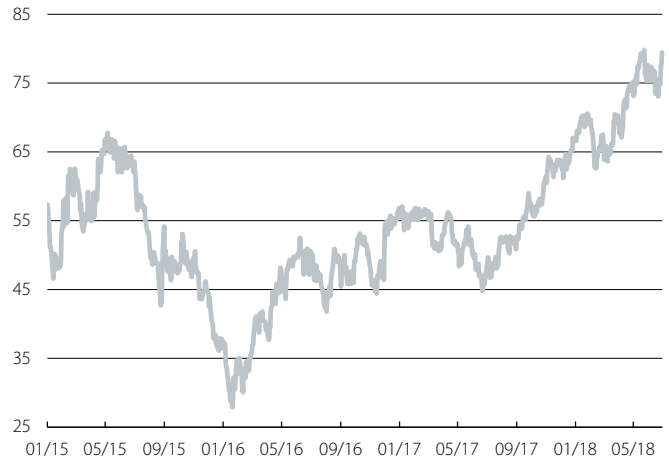
(Índice) *(Dólares por euro)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

¿Qué hay detrás del encarecimiento del petróleo?

El precio del petróleo ha subido más de un 70% en los últimos 12 meses, desde los 45 dólares por barril de Brent de junio de 2017 hasta cerca de los 80 dólares en mayo de 2018. Así, después de tres años de bajos precios, el crudo ha vuelto a niveles no vistos desde finales de 2014. ¿Cuáles son las fuerzas detrás de este encarecimiento del petróleo? ¿Puede comprometer el crecimiento de la economía mundial? Lo analizamos a continuación.

Los factores detrás del encarecimiento del petróleo

A principios de 2017, el mercado de petróleo se encontraba en una situación en la que la oferta excedía persistentemente a la demanda y, de este modo, se había acumulado un importante colchón de existencias de crudo (véase el primer gráfico). Sin embargo, el precio del Brent se había recuperado de las caídas de 2014 y 2015, y se encontraba estable alrededor de los 55 dólares por barril. Por un lado, la recuperación respondía al acuerdo de recorte de la producción que la OPEP y otros grandes productores, como Rusia, habían cerrado en noviembre de 2016.[1] Por el otro, las existencias acumuladas ofrecían un colchón de seguridad que reducía la volatilidad del precio del petróleo, al aislarlo (parcialmente) de los episodios de inestabilidad geopolítica.

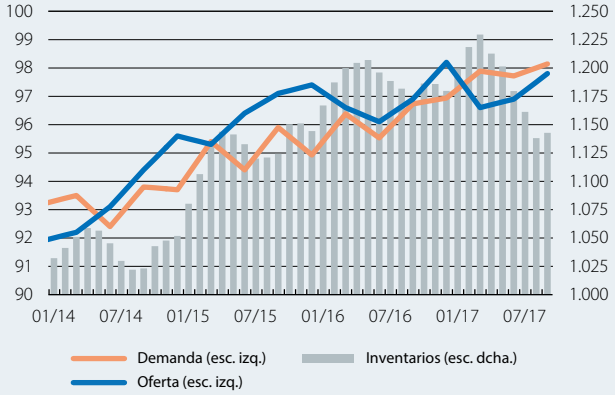
A partir de junio de 2017, sin embargo, el petróleo inició una fuerte senda alcista, empujado tanto por factores de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, el primer gráfico muestra cómo el acuerdo de recorte de la producción entre los países de la OPEP y sus socios consiguió contener e incluso reducir la oferta mundial de petróleo. Es más, los recortes de la producción de crudo han sido claramente superiores a lo acordado, como queda reflejado en el segundo gráfico.[2] Frente a esta moderación de la oferta, se esperaba que la producción de crudo estadounidense repuntara con fuerza y contuviera el precio del Brent entre los 50 y 60 dólares. Sin embargo, en los últimos trimestres, la infraestructura petrolera de EE. UU. se ha visto limitada por cuellos de botella y no ha podido compensar el efecto de los recortes de la OPEP.[3]

A la contención de la oferta se le sumó, por el lado de la demanda, un avance vigoroso de la economía mundial, que sorprendió en positivo y provocó una importante revisión al alza de las previsiones de crecimiento. De hecho, el tercer gráfico muestra una asociación muy clara entre el aumento del precio del petróleo y las mejores perspectivas para el PIB global. Por último, la combinación de estas

1. Para un análisis del acuerdo y las causas que lo motivaron, véase el Focus «Acuerdo de productores de petróleo: el retorno del cártel» en el IM01/2017.
2. Parte de este sobrecumplimiento (aunque no todo) se debe a la fuerte crisis económica que está sufriendo Venezuela y al colapso de su producción de petróleo: en mayo de 2018 suministró 600.000 barriles diarios menos que en mayo de 2017.
3. Véase Kaplan, R. S. (2018) «A Perspective on Oil», discurso del 19 de junio.

Petróleo: oferta, demanda e inventarios globales

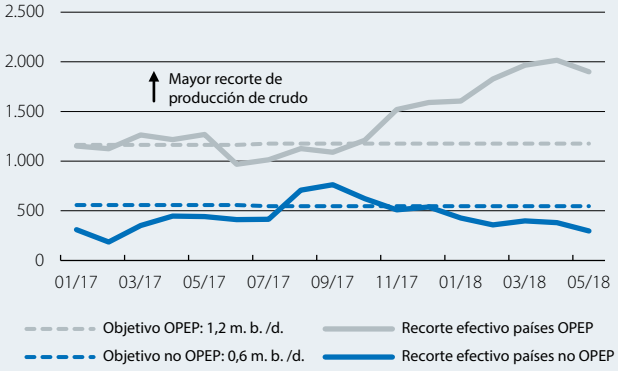
(Miles de barriles por día) *(Millones de barriles acumulados)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Dept. de Energía de los EE. UU. y el FMI.*

Recortes de la producción de petróleo: grado de cumplimiento

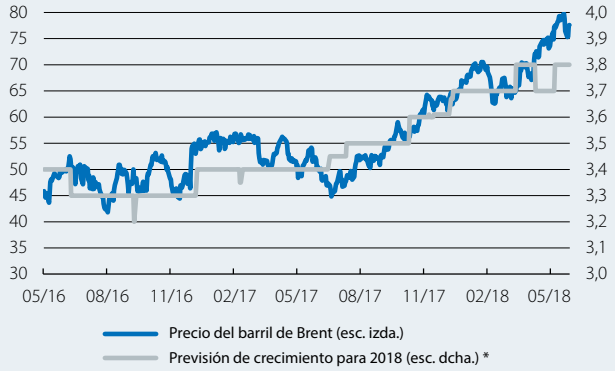
Recortes observados y recortes objetivo (miles de barriles por día)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, Dept. de Energía de los EE. UU. y OPEP.*

Precio del petróleo y expectativas de crecimiento del PIB mundial

(Dólares por barril de Brent) *Variación interanual (%)*



Nota: ** Previsiones del consenso de Bloomberg.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

dinámicas de oferta y demanda dio lugar a una reducción sustancial del colchón de existencias de crudo, lo que explicaría la mayor volatilidad del precio del petróleo y su renovada sensibilidad a los riesgos geopolíticos. En este sentido, es probable que la reciente reintroducción de las sanciones económicas sobre Irán también haya contribuido al incremento del precio del crudo (no solo a través del impacto directo que tendrá sobre sus exportaciones de petróleo, sino también al incrementar el riesgo de conflictos geopolíticos en la región del Golfo Pérsico).

A pesar de que hay consenso sobre el papel jugado por todos estos factores, no está claro cuál ha sido su importancia relativa y las estimaciones varían sensiblemente en función de la metodología utilizada. Por ejemplo, la Reserva Federal de Nueva York descompone las fluctuaciones del precio del petróleo en factores de oferta y demanda a partir de su relación con un universo de variables financieras. Sus resultados, que reproducimos en el cuarto gráfico, indican que la demanda sería responsable de cerca del 50% del aumento del precio, mientras que la oferta explicaría un 20% del incremento (el modelo atribuye el 30% restante a otros factores que no puede explicar). Por otro lado, a partir del análisis de la producción y el consumo de petróleo pasados, así como de la acumulación de existencias (que reflejan las expectativas sobre el equilibrio futuro entre oferta y demanda), recientemente el BCE[4] ha estimado que los factores de oferta serían responsables de algo más de un 60% del repunte, mientras que la demanda global habría contribuido al alza del crudo en un 30% y la reducción de existencias habría tendido a empujar ligeramente a la baja los precios.

Consecuencias sobre el crecimiento

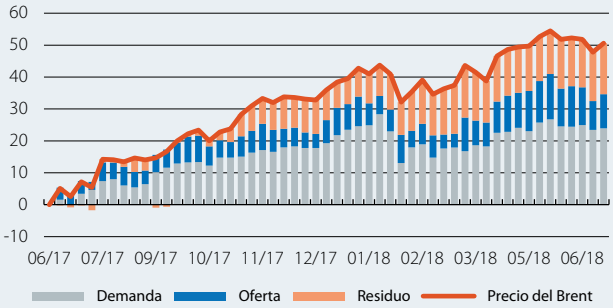
El impacto del encarecimiento del precio del petróleo sobre el crecimiento mundial dependerá de dos elementos: i) los factores responsables del movimiento (oferta, demanda u otros) y ii) el equilibrio entre el impacto positivo sobre las economías exportadoras de crudo y el negativo en las importadoras de crudo. Las estimaciones tradicionales, como las del FMI que compartimos en el quinto gráfico, implícitamente asumen que las consecuencias negativas sobre los importadores de petróleo (con una mayor propensión marginal a consumir) han dominado al efecto positivo sobre la renta de los exportadores de petróleo. Sin embargo, mientras que estas estimaciones se han centrado en analizar las consecuencias de una reducción de la oferta de petróleo, acabamos de ver que los factores de demanda han jugado un papel relevante y, por lo tanto, pueden mitigar el impacto negativo del repunte del precio del petróleo. En este sentido, el estudio empírico de Cashin *et al.*[5] muestra que un incremento del precio del petróleo por factores de demanda va asociado a aumentos de la actividad tanto en economías exportadoras como importadoras, dado que es consecuencia de una dinámica positiva de la economía global.

Finalmente, además del efecto mitigante de la demanda, se han producido otros cambios en los mecanismos de transmisión tradicionales. En primer lugar, el petróleo ha perdido importancia en la cadena de producción global, tanto por la menor intensidad energética del PIB como por la menor contribución del petróleo al total de energía consumida. En segundo lugar, actualmente las economías exportadoras de petróleo tienen menores colchones fiscales, por lo que, posiblemente, su propensión a gastar los ingresos adicionales del petróleo sea mayor. Por último, la irrupción del sector del *shale* en EE. UU. ha provocado que una parte importante de la economía estadounidense ahora se beneficie de los mayores precios del petróleo.

Así, en conjunto, todos estos elementos sugieren que el impacto del encarecimiento del crudo sobre la economía mundial podría ser menor que el estimado tradicionalmente y ayudan a explicar por qué el PIB global ha mantenido un avance muy firme en los últimos trimestres.

Precio del petróleo: descomposición en factores de oferta y demanda

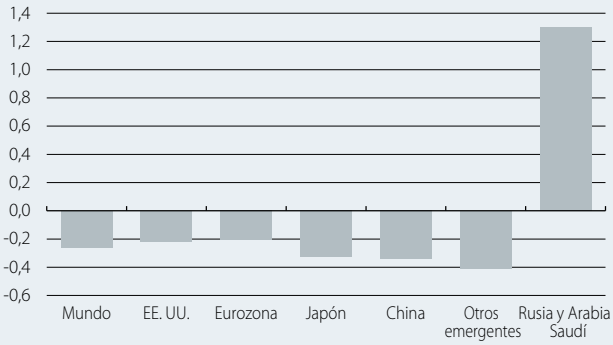
*Desviación respecto al precio del 23 de junio de 2017 (%) **



Nota: ** Se aproxima la desviación porcentual por diferencias logarítmicas. Dado que la aproximación empeora a medida que aumenta el tamaño de la variación, la diferencia logarítmica presentada en este gráfico no siempre coincide con la desviación porcentual observada.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.*

*Impacto en el PIB de un repunte del precio del petróleo **

Cambio en el nivel de PIB a dos años vista (%)



Nota: ** Asumimos un repunte del 10% en el precio del petróleo por factores de oferta.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de estimaciones del FMI en el «World Economic Outlook» de octubre de 2014.*

4. Véase Alonso, I. y Skudelny, F. (2018), «Are the recent oil price increases set to last?» en el Boletín Económico 02/2018 del BCE.
5. Cashin *et al.* (2014), «The Differential Effects of Oil Demand and Supply Shocks on the Global Economy», Energy Economics.

Tipos de interés (%)

	29-jun	31-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	**0,00**	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	**–0,32**	–0,32	0	0,8	1,0
Euríbor 12 meses	**–0,18**	–0,18	0	0,6	–2,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	**–0,64**	–0,65	1	–0,2	1,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	**–0,67**	–0,66	–1	–4,3	–10,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	**0,30**	0,34	–4	–12,7	–15,2
Deuda pública a 10 años (España)	**1,32**	1,50	–18	–24,7	–21,3
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)[1] (Portugal)	**102**	116	–14	–12,0	–6,1
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	**2,00**	1,75	25	50,0	75,0
Líbor 3 meses	**2,34**	2,32	2	64,6	104,1
Líbor 12 meses	**2,76**	2,72	4	65,3	102,0
Deuda pública a 1 año	**2,31**	2,22	9	57,8	109,3
Deuda pública a 2 años	**2,53**	2,43	10	64,7	116,1
Deuda pública a 10 años	**2,86**	2,86	0	45,5	59,3

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	29-jun	31-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2018 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	**74**	69	5	29,5	18,6
Itraxx Financiero Sénior	**90**	85	5	46,2	36,7
Itraxx Financiero Subordinado	**180**	185	–4	75,8	46,3

Tipos de cambio

	29-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD	**1,168**	1,169	–0,1	–2,7	2,1
EUR/JPY	**129,360**	127,230	1,7	–4,4	0,8
EUR/GBP	**0,885**	0,879	0,6	–0,4	0,6
USD/JPY	**110,760**	108,820	1,8	–1,7	–1,3

Materias primas

	29-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	**439,1**	446,3	–1,6	1,6	–1,1
Brent ($/barril)	**79,4**	77,6	2,4	18,8	67,5
Oro ($/onza)	**1.253,2**	1.298,5	–3,5	–3,8	0,6

Renta variable

	29-jun	31-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2018 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	**2.718,4**	2.705,3	0,5	1,7	12,3
Eurostoxx 50 (eurozona)	**3.395,6**	3.406,7	–0,3	–3,1	–2,2
Ibex 35 (España)	**9.622,7**	9.465,5	1,7	–4,2	–8,6
PSI 20 (Portugal)	**5.528,5**	5.468,7	1,1	2,6	7,5
Nikkei 225 (Japón)	**22.304,5**	22.201,8	0,5	–2,0	10,3
MSCI emergentes	**1.069,5**	1.120,7	–4,6	–7,7	5,5

Nota: *1. Diferencial entre la rentabilidad del bono español y el bono alemán a 10 años.*

Crecimiento a buen ritmo pero con riesgos bajistas

Los indicadores económicos globales apoyan unas buenas perspectivas de crecimiento para el resto de 2018. El índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global sigue en una zona claramente expansiva y, en mayo, aumentó ligeramente hasta los 54,0 puntos. Además, el indicador de CaixaBank Research que estima el crecimiento mundial apunta a que, en el 2T 2018, el avance de la economía global se habría situado en cotas muy parecidas a las de los últimos trimestres (véase el Focus «Las claves del crecimiento mundial: un análisis transversal» en este mismo *Informe Mensual*). Así, los datos globales más recientes avalan el mantenimiento de un ritmo de crecimiento mundial sólido y apoyado en unos indicadores de sentimiento y confianza en niveles elevados, unas condiciones financieras todavía acomodaticias y unos precios de las materias primas en un rango también todavía razonable, tanto para exportadores como para importadores.

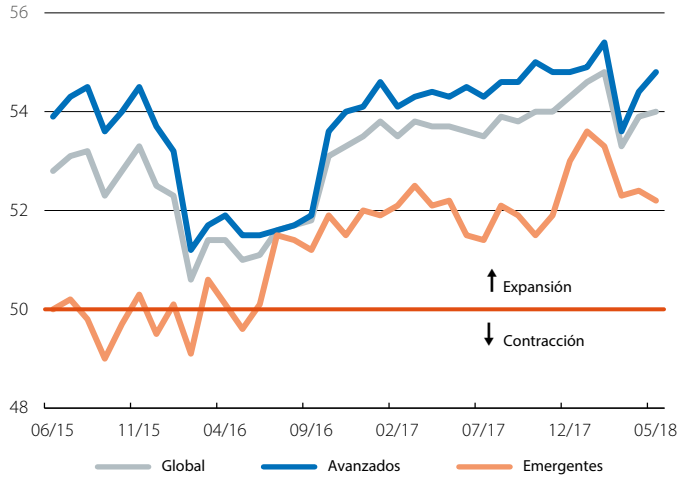
Los riesgos bajistas, sin embargo, se van acumulando. La buena dinámica en la actividad global convive con importantes riesgos en el ámbito comercial y macrofinanciero. En concreto, tras semanas de negociaciones con China, EE. UU. terminó por anunciar una subida arancelaria sobre las importaciones chinas (por valor de 50.000 millones de dólares) con el argumento de reducir el abultado déficit comercial que mantiene con el país asiático. Además, el anuncio provocó una escalada de declaraciones, con amenazas de un aumento equivalente de aranceles por parte de China y la respuesta (vía Twitter) de Trump de elevar la imposición hasta los 200.000 millones de dólares. Asimismo, EE. UU. activó los aranceles sobre las importaciones de acero y aluminio procedentes de la UE, México y Canadá, y Europa respondió con una subida arancelaria sobre un total de 3.300 millones de dólares de importaciones estadounidenses. Aunque todas estas acciones apenas afectan a un 1,5% del total de flujos comerciales de bienes, el clima de incertidumbre que generan podría dañar la confianza y, en consecuencia, el crecimiento global. Por otro lado, en el ámbito macrofinanciero, las salidas de capitales de los emergentes el pasado mayo ponen de manifiesto la inquietud alrededor de su resiliencia en un entorno financiero menos acomodaticio. Por último, el mes de junio también vino marcado por la agenda política europea. Concretamente, en la reunión del Consejo Europeo se acordó un plan común para gestionar la crisis migratoria de la UE, a través de una mayor cooperación con países de origen y tránsito, y medidas para limitar el movimiento de inmigrantes dentro de la UE. Sin embargo, no hubo cambios significativos en otros frentes hacia una mayor integración europea.

ESTADOS UNIDOS

Los datos más recientes avalan un sólido ritmo de crecimiento en el 2T. Los modelos de previsión Nowcasting del PIB de las Reservas Federales de Atlanta y Nueva York predicen un crecimiento en el 2T en cotas claramente superiores a las del 1T

Indicadores de actividad: PMI compuesto

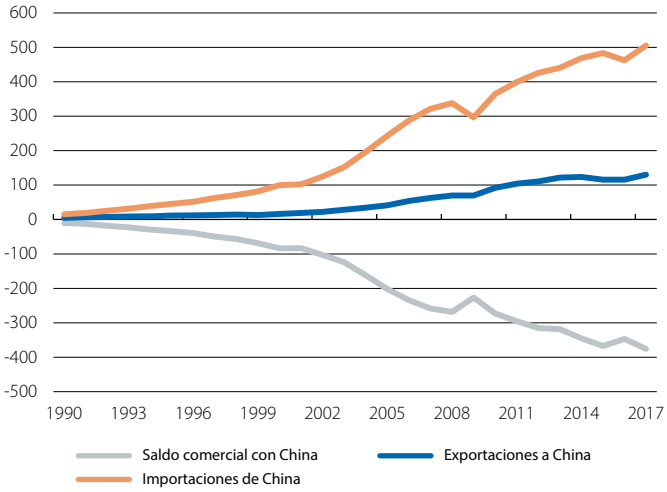
Nivel



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.*

EE. UU. - China: saldo exterior de bienes

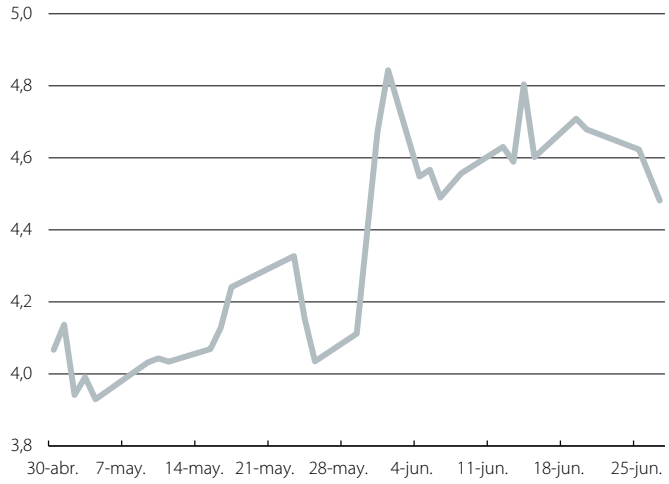
Miles de millones de dólares



Fuente: *CaixaBank, a partir de datos del U.S. Census Bureau.*

EE. UU.: estimación del PIB 2T de la Fed de Atlanta

Variación intertrimestral anualizada (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir del modelo de Nowcasting de la Fed de Atlanta.*

(cuando se situó en el 2,0% intertrimestral anualizado, 0,5% sin anualizar) y muy por encima del crecimiento potencial de EE. UU. (cercano al 2%). En este sentido, a medio plazo, la economía tiene el reto de hacer frente al desvanecimiento de los factores cíclicos que están apoyando el buen *momentum* económico, como la política fiscal expansiva. Nuestro escenario es el de una desaceleración relativamente suave, desde un crecimiento del 2,7% este 2018 al 2,2% de 2019 y al 1,9% de 2020. Con todo, los riesgos de que ello no vaya según lo previsto no son desdeñables. En especial, si se tienen en cuenta el menor empuje de la productividad en estos últimos años, el efecto negativo del envejecimiento de la población y las dudas alrededor de la capacidad de empuje del capital, tanto físico como humano (véase el Focus «Crecimiento en EE. UU.: el poder del capital humano» en este mismo *Informe Mensual*).

En el momento de madurez cíclica, la inflación centra la atención, puesto que las sorpresas al alza en los precios suponen también un riesgo relevante. En mayo, la inflación general se situó en el 2,8%, 3 décimas por encima del registro del mes anterior. Más allá de los próximos meses, en los que seguiremos observando registros relativamente elevados por un efecto de base considerable (debido a la fuerte caída de los precios de telefonía inalámbrica experimentada en 2017), la inflación general debería moderarse hacia niveles más cercanos al 2,0%. Por su parte, la inflación subyacente, exenta de los componentes más volátiles, como la energía y los alimentos, se situó en el 2,2%, 1 décima por encima del dato del mes de abril. En este contexto de dinamismo de la inflación, la Fed llevó a cabo una nueva subida del tipo de referencia: +25 p. b., hasta el intervalo 1,75%-2,00%.

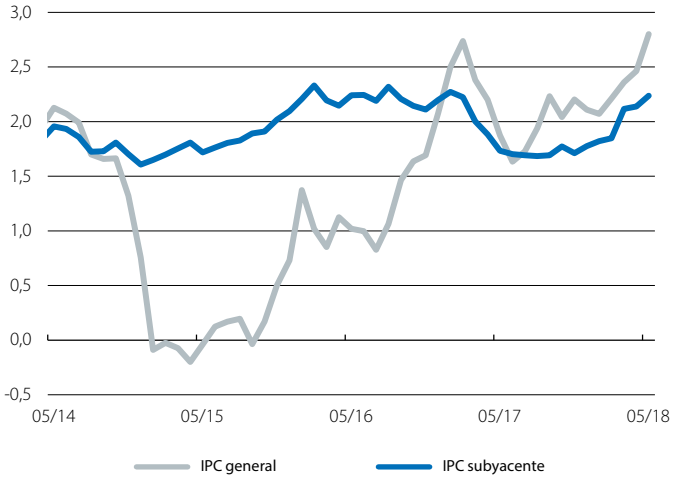
EUROPA

Las perspectivas de la eurozona se mantienen positivas, a pesar de un comienzo de año menos dinámico. La desaceleración del crecimiento de la eurozona en el 1T se debió a factores de carácter temporal (condiciones meteorológicas adversas, huelgas y episodios de gripe) y a un retorno a tasas de avance más moderadas, tras un 2017 excepcionalmente positivo. En los próximos trimestres, la expansión económica en la eurozona se mantendrá sólida, con ritmos de crecimiento por encima del potencial y apoyada en unas condiciones financieras muy favorables, la buena evolución del mercado laboral y el dinamismo de la actividad global. Así lo reflejó el BCE en la última actualización trimestral de su cuadro macroeconómico, en la que revisó a la baja (–0,3 p. p.) las previsiones de crecimiento de la eurozona para el 2018 hasta el 2,1%, pero mantuvo las previsiones para 2019 en el 1,9% (en un escenario muy similar al de CaixaBank Research).

La demanda interna se mantuvo como principal motor de crecimiento en el 1T. Así, el desglose del PIB de la eurozona muestra que el avance del 1T (del 2,5% interanual) estuvo empujado por una contribución de 1,9 p. p. de la demanda interna (1,6 p. p. en el 4T 2017), apoyada en el buen comportamiento del consumo privado y de la inversión. Por otro lado, la demanda externa redujo su contribución hasta los 0,6 p. p. (1,3

EE. UU.: IPC

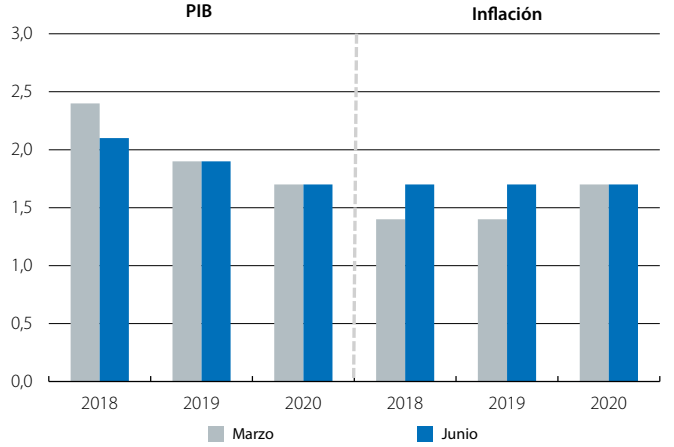
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.*

Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación

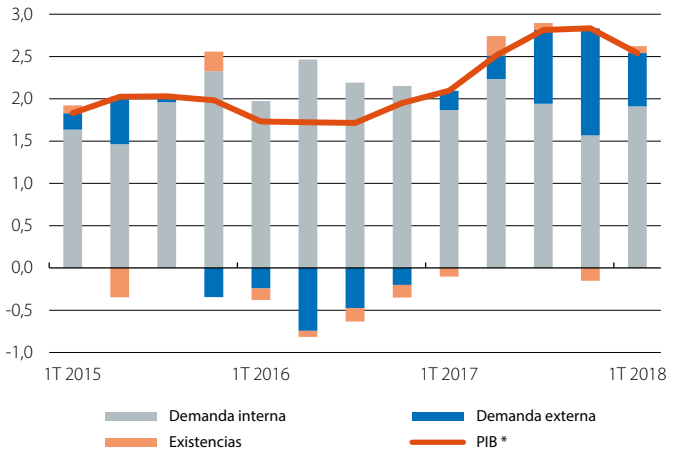
Variación anual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: ** Variación interanual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

p. p. en el 4T) debido, en buena parte, a un menor avance de las exportaciones de bienes y servicios (que crecieron un 4,5% interanual, 2,1 p. p. menos que en el trimestre anterior).

Los indicadores de actividad se mantienen elevados y apuntan a un crecimiento sólido en el 2T. Concretamente, el índice PMI compuesto repuntó en junio hasta los 54,8 puntos, 7 décimas por encima del registro de mayo y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Asimismo, la confianza empresarial se mantiene en cotas elevadas. En particular, el índice de sentimiento económico (ESI) se situó en los 112,3 puntos en junio, frente a un promedio de 110,7 en 2017. Por otra parte, las ventas minoristas repuntaron en abril un 1,7% interanual, 3 décimas por encima del registro del mes anterior. Del mismo modo, la confianza del consumidor, aunque disminuyó hasta los –0,5 puntos en junio (0,2 en mayo), se sitúa claramente por encima del promedio de 2017 (–2,5 puntos), lo que sugiere que el consumo privado se mantendrá como un factor clave del crecimiento de la eurozona.

La inflación mantiene la trayectoria al alza y se situó en el 2,0% interanual en junio, 1 décima por encima del registro del mes anterior, debido al mayor crecimiento del componente energético (del 8,0% interanual, comparado con un 6,1% en mayo). Por su parte, la inflación subyacente se emplazó en el 1,2%, 1 décima por debajo del registro de mayo. Por otro lado, los salarios por hora del conjunto de la eurozona crecieron un 1,8% interanual en el 1T, 2 décimas por encima del registro del 4T 2017. De cara los próximos trimestres, prevemos que los salarios aumenten de manera algo más sostenida, a medida que el mercado laboral vaya entrando en una fase más madura del ciclo, y que ello contribuya a que la inflación se acerque gradualmente al objetivo del BCE (cerca, pero por debajo, del 2%).

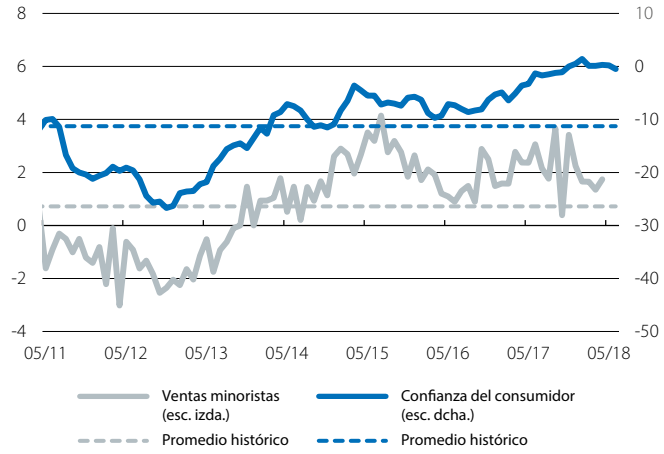
EMERGENTES

En China, los indicadores de actividad muestran signos de ligera desaceleración. En particular, la producción industrial creció en mayo un 6,8% interanual, un registro notable, pero por debajo de lo esperado por los analistas. Las ventas minoristas, por su parte, avanzaron un 8,5%, el dato más bajo desde junio de 2003. A pesar de estos indicios de desaceleración moderada, el Ejecutivo tiene un margen relativamente amplio para ayudar a la actividad (por ejemplo, con una política fiscal ligeramente más expansiva o relajando restricciones sobre el sistema financiero) mientras sigue tratando de frenar los riesgos macroeconómicos y financieros de los que adolece la economía asiática.

Mientras, Turquía crece con fuerza, pero no de forma sostenible. En el 1T 2018, el PIB avanzó un 7,4% interanual (similar al 7,3% en el 4T 2017). El principal sostén del elevado ritmo de actividad es la demanda interna, que se beneficia del impulso del consumo privado y de la inversión. Se trata, no obstante, de una senda de crecimiento poco sostenible, ya que la economía sigue mostrando desequilibrios macroeconómicos importantes: la inflación se aceleró en mayo hasta el 12,1% y el déficit por cuenta corriente superó el 6% del PIB en el 1T.

Eurozona: indicadores de consumo

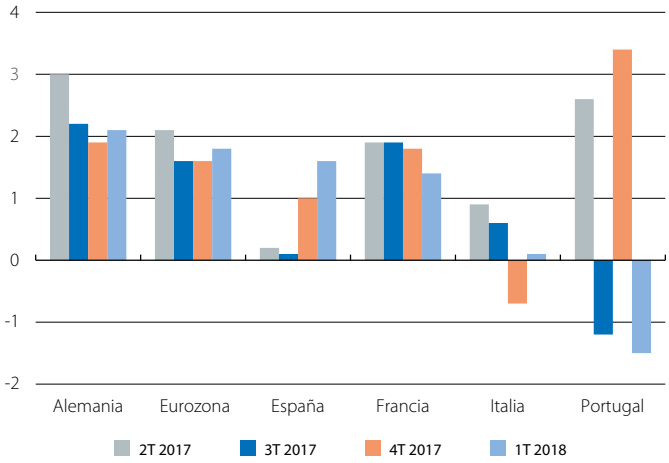
Variación interanual (%) *Nivel*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.*

*Eurozona: costes salariales por hora **

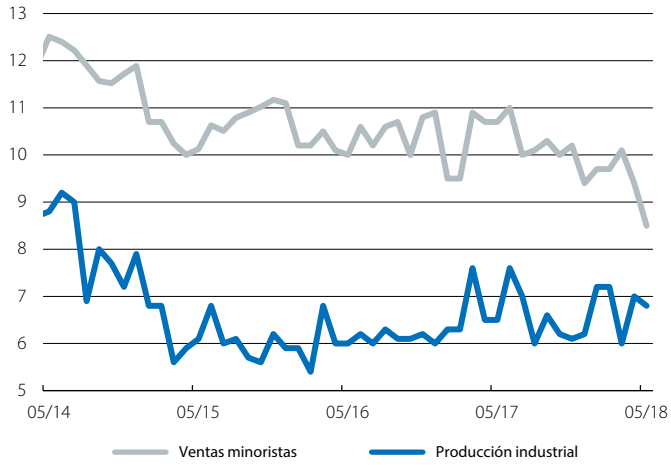
Variación interanual (%)



Nota: **Datos desestacionalizados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

China: indicadores de actividad

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.*

Crecimiento en EE. UU.: el poder del capital humano

EE. UU. se está adentrando en su décimo año consecutivo de crecimiento, lo que sugiere que ya se encuentra en una etapa muy madura de su ciclo económico. Así, cabe esperar que los factores cíclicos que han aupado el crecimiento durante los últimos años vayan perdiendo protagonismo y que la economía pase a depender en mayor medida de los factores de fondo que determinan su capacidad de crecimiento, como son el número de trabajadores, la productividad, el capital físico y el capital humano. Habiendo ya analizado los tres primeros factores en otros artículos,[1] hoy nos preguntamos sobre la evolución reciente del capital humano y sus perspectivas de futuro.

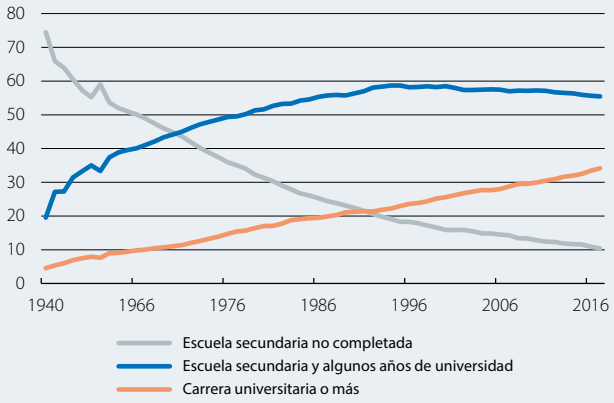
La contribución del capital humano al crecimiento económico es inmediata: una fuerza laboral con una mejor formación es capaz de producir más. En este sentido, la evolución de la calidad de la fuerza laboral estadounidense es remarcable: en los últimos 70 años, ha ido mejorando su nivel formativo de forma sostenida (véase el primer gráfico). De este modo, se estima que el capital humano ha contribuido en torno a 0,3 p. p. al crecimiento anual del PIB (del 3%). Además, varios estudios apuntan a que dicha contribución no se ha visto mermada en la última década, tras la gran crisis de 2008, mientras que ello sí ha ocurrido con otros factores como el capital físico o la productividad.

No obstante, según varios estudios, en los próximos años, el capital humano podría pasar a contribuir al crecimiento de una manera más marginal. Uno de los principales motivos es la jubilación de los *baby boomers*. Una generación cuyo nivel educativo (medido en años totales de educación) se emplaza sustancialmente por encima del de sus padres, pero solo algo por debajo del de sus hijos.[2] Así, a medida que se jubilaban las generaciones anteriores a los *boomers*, el total de años educativos promedio de la población en edad de trabajar iba aumentando, una tendencia que se espera que se ralentice en los próximos años.

Dos elementos, sin embargo, matizan esta visión no muy optimista de la relevancia futura del capital humano sobre el crecimiento de EE. UU. En primer lugar, los datos siguen arrojando un aumento incesante del porcentaje de graduados universitarios. Aunque puede que este aumento de graduados universitarios sea menos relevante en términos del total de años educativos que el paso de educación elemental básica a secundaria ocurrido en el pasado, el impacto en crecimiento no tiene por qué ser menor. El segundo matiz es que, además de los años estudiados, es fundamental tener en cuenta qué se ha estudiado: un enfoque educativo más basado en la investigación favorece la generación de nuevas ideas, ingrediente esencial de las mejoras de productividad y, por ende, del crecimiento económico. En este sentido, las cifras hablan por sí solas: EE. UU. se sitúa entre las economías con mayor número de investigadores por millón de habitantes, algo más de 4.000 (véase el segundo gráfico). Una cifra que se apoya tanto en el creciente número de graduados universitarios estadounidenses como en la capacidad del país de atraer talento extranjero.

EE. UU.: población mayor de 25 años según nivel educativo

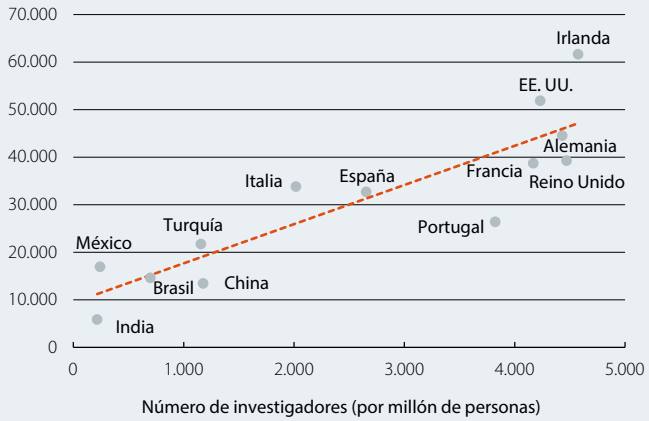
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del U.S. Census Bureau.*

EE. UU.: PIB per cápita e investigadores

PIB per cápita (en términos de paridad de poder adquisitivo)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial y el FMI.*

1. Véase el Focus «EE. UU.: el efecto de los *baby boomers* en el ciclo y en el largo plazo» en el IM11/2017, el artículo «Revolución tecnológica y desaceleración de la productividad» del Dossier del IM02/2018 y el Focus «Situación y perspectivas de la inversión en EE. UU.» en el IM04/2018.
2. La guerra de Vietnam empujó a muchos *boomers* a matricularse en la universidad para evitar el reclutamiento. Asimismo, la ley para la enseñanza superior de 1965 facilitó los estudios universitarios a través de un nuevo abanico de ayudas. Ambos fenómenos favorecieron, en parte, el fuerte salto educativo de esta generación.

Las claves del crecimiento mundial: un análisis transversal

El crecimiento económico a nivel global es uno de los termómetros clave para pulsar el estado de la economía. En este artículo, llevamos a cabo un análisis transversal para entender los factores que están impulsando el crecimiento en tiempo real y los países que actúan como catalizadores de dicho crecimiento. Ello nos ayuda a recalibrar las perspectivas para los próximos trimestres, un ejercicio que es especialmente importante en un momento en el que algunos indicadores han sido inferiores a lo previsto y existe un debate muy vivo sobre si el actual ritmo de crecimiento logrará mantenerse.

Para empezar, construimos un indicador que estima el crecimiento mundial en tiempo real utilizando la información que nos proporcionan los principales indicadores de sentimiento económico, de condiciones financieras y de riesgos geopolíticos.[1] Tal como observamos en el primer gráfico, el indicador construido es capaz de reflejar con una precisión notable los datos de crecimiento globales que hemos observado durante las últimas décadas (tiene un poder explicativo del 98%). Un elemento interesante es que, tras un 2016 en el que nuestro indicador se situaba por encima del crecimiento observado, en estos últimos trimestres la situación es la contraria: el crecimiento mundial se ha ido emplazando algo por encima del crecimiento de nuestro índice.

Este indicador nos ayuda a visualizar cómo está evolucionando la economía. Así, estimamos, a partir de los datos que han ido apareciendo en abril, mayo y junio para las distintas variables, que el crecimiento global se emplaza alrededor del 3,7% en el 2T 2018, prácticamente el mismo ritmo que tuvimos en el 1T y 1 décima por debajo del dato del 4T 2017. De esta forma, este ejercicio sugiere que el crecimiento mundial continúa siendo muy robusto. Con todo, el indicador se sitúa algo por debajo del crecimiento previsto por CaixaBank Research en el 2T del año (3,9%). Si realizamos un sucinto repaso de las distintas variables que utilizamos en nuestro análisis, observamos que los que arrojan algunas sombras son los indicadores de sentimiento y confianza en la eurozona, los indicadores de sentimiento en China y el repunte de los riesgos políticos y geopolíticos. El resto de los indicadores continúan anotando avances destacables y, aunque las condiciones financieras se han endurecido ligeramente, siguen exhibiendo niveles de laxitud considerables.

¿Qué factores ayudan a explicar el pujante crecimiento que estamos viendo? En CaixaBank Research hemos destacado en numerosas ocasiones la mejora de los indicadores de sentimiento y de confianza, las condiciones financieras acomodaticias y el emplazamiento de los precios de las materias primas en un rango razonable como los principales artífices de los buenos registros y perspectivas del crecimiento mundial, el cual se espera que crezca el 3,9% en 2018. Pues bien, el análisis cuantitativo que hemos desarrollado afianza esta visión. Históricamente, la relación entre estos factores y el crecimiento global ha sido muy estrecha, por lo que no es de extrañar que ahora que todos ellos se emplazan en cotas propicias para impulsar un crecimiento mundial vigoroso, este se esté materializando.

Utilizando técnicas estadísticas sofisticadas podemos discernir la contribución de cada factor al crecimiento global. Concretamente, desde 2015, la contribución de las condiciones financieras ha sido algo superior a la de los indicadores de sentimiento. Ello contrasta con la situación en el periodo entre 1998 y 2007 en el que el grueso del crecimiento global se explicaba por los indicadores de sentimiento, mientras que las condiciones financieras tenían un papel secundario. Finalmente, destaca la relevante contribución de las materias primas en ambos ciclos ex-

1. En particular, incluimos las distintas variables que hemos identificado como relevantes (PMI, índices de confianza del consumidor, índice de condiciones financieras de la Fed de Chicago, índice de precios de materias primas del Commodity Research Bureau, índice de riesgos geopolíticos de Iacovello y Caldara…) para el crecimiento mundial, tanto a nivel temático como geográfico. Estimamos una regresión lineal con datos desde 2005 del crecimiento sobre estas variables y miramos su valor predicho para construir el indicador en tiempo real.

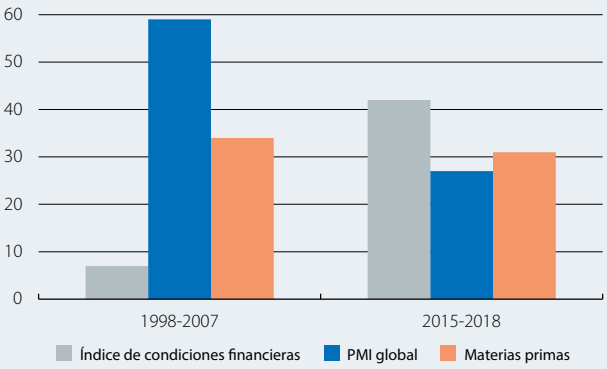
Previsión del indicador de crecimiento

Variación interanual (%)

Fuente: *CaixaBank Research.*

Crecimiento mundial y factores de apoyo

Contribución a la varianza explicada del crecimiento mundial (%)



Nota: *El total de la varianza explicada es del 66% en 1998-2007 y del 80% en 2015-2018.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

pansivos, una muestra del impacto beneficioso sobre el crecimiento mundial que está teniendo en la actualidad un precio de las materias primas emplazado en un rango razonable o *sweet spot*.

Pasemos ahora al análisis geográfico. Llevamos a cabo un análisis por países que incluye a las principales economías del mundo. En concreto, estudiamos, utilizando datos de los PMI de manufacturas, cuáles son los países que explican en mayor medida el crecimiento mundial desde 2015.[2] Obtenemos que el principal motor de la economía mundial en los últimos tres años es EE. UU., con un peso del 23%. Le siguen la economía de la eurozona con un peso del 16,5% y la economía china con un peso del 13,5%. Turquía y Brasil también aparecen como economías relevantes para la economía mundial, un hallazgo significativo si tenemos en cuenta la incertidumbre política que se cierne sobre estos dos países.

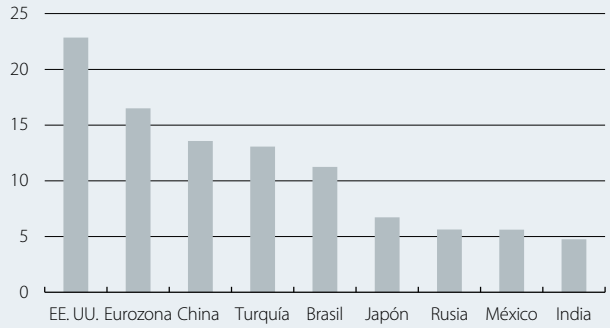
Pero, ¿cómo evolucionará la economía mundial en los próximos años? Llevando a cabo un ejercicio de previsión de las distintas variables que explican el crecimiento,[3] podemos pronosticar la evolución del crecimiento global en los próximos trimestres. Así, obtenemos que el indicador de crecimiento se espera que se desacelere de forma suave en 2018 y 2019. En concreto, dicho indicador crecería en promedio un 3,7% en 2018 y un 3,6% en 2019. Se trata de registros notables, aunque ligeramente por debajo de las previsiones de crecimiento de CaixaBank Research, que se emplazan en el 3,9% en 2018 y 3,8% en 2019. Las perspectivas de unas condiciones financieras algo más exigentes (aunque todavía relativamente acomodaticias), de un mantenimiento de los riesgos políticos y geopolíticos en cotas relativamente elevadas y de unos indicadores de sentimiento algo menos boyantes en los próximos trimestres son los principales factores de nuestro modelo que explican esta ralentización.

Tal como hemos visto en el análisis de los factores de apoyo al crecimiento, las condiciones financieras han adoptado un papel mucho más preponderante para impulsar el crecimiento mundial estos últimos años, merced a las políticas monetarias ultraexpansivas que se han implementado. Por ello, resulta especialmente interesante calibrar la sensibilidad de nuestro pronóstico de crecimiento en función de cómo evolucionen las condiciones financieras en 2019. Así, tal como ilustra el cuarto gráfico, si, en lugar de la previsión de nuestro modelo (que proyecta unas condiciones financieras algo más exigentes pero todavía bastante acomodaticias), las condiciones financieras volvieran en 2019 a su promedio histórico desde 1971 (dicho promedio se sitúa en un valor de 0), nuestro indicador crecería en promedio un 3,0%, 0,6 p. p. por debajo de nuestro pronóstico, una desaceleración del crecimiento bastante sustancial. En cambio, si las condiciones financieras se mantuvieran en 2019 a los niveles de laxitud actuales, nuestro indicador de crecimiento avanzaría un 4,1% en 2019, 0,5 p. p. por encima de nuestro pronóstico. En definitiva, estos escenarios muestran la elevada sensibilidad del crecimiento mundial respecto a las condiciones financieras y, en consecuencia, la gran importancia de que el proceso de normalización monetaria que se está produciendo en EE. UU. y Europa se desarrolle de forma gradual y bien comunicada.

En resumen, nuestro análisis sugiere que, a pesar de que la economía europea ha estornudado en el 1T 2018 (y nunca mejor dicho tras las gripes de este invierno, que se estima que lastraron la actividad económica en varios países), la economía mundial no se ha resfriado y continúa creciendo con brío. Con todo, el ejercicio de predicción que hemos realizado apunta a que el crecimiento mundial se podría desacelerar ligeramente en 2018 y 2019 y que el crecimiento agregado podría ser algo inferior a lo que esperamos. En cualquier caso, debemos ser prudentes: la evolución de las condiciones financieras en el actual contexto de normalización monetaria, los riesgos políticos y geopolíticos y la trayectoria del precio del crudo serán elementos determinantes en los próximos meses y de ellos dependerá, en buena medida, que se confirmen estas predicciones. No vendamos la piel del oso antes de haberlo cazado...

Un análisis por países del crecimiento mundial

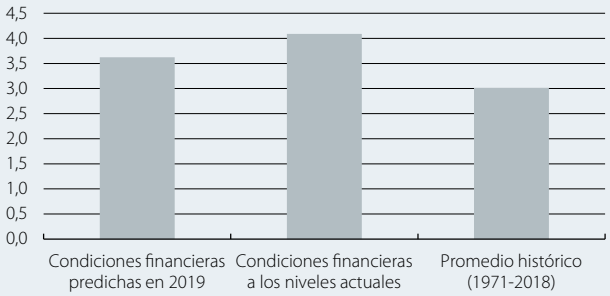
Contribución de cada país a la varianza explicada del crecimiento mundial (%)



Nota: *El total de varianza explicada es del 99,01%. Utilizamos el PMI de manufacturas de cada país como indicador de actividad para medir la contribución de cada país al crecimiento mundial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.*

Crecimiento mundial en 2019 en función de las condiciones financieras

Variación interanual (%)



Nota: *El índice de condiciones financieras de la Fed de Chicago tiene un valor promedio de 0 desde 1971. Así, valores negativos indican condiciones financieras más acomodaticias que el promedio histórico desde 1971 y valores positivos indican condiciones más restrictivas que dicho promedio. Actualmente, el valor del índice es de -0,81 y predecimos un valor de -0,46 de promedio para 2019.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

2. En concreto, hacemos una regresión del crecimiento mundial sobre los PMI de los principales países y calculamos el porcentaje de la varianza explicada al que contribuye cada país.
3. Proyectamos su evolución futura con un modelo de predicción a partir de los datos de los últimos dos trimestres para cada variable.

La importancia de las presiones salariales en la determinación de los precios

Históricamente hemos observado una estrecha relación entre la evolución de la tasa de desempleo y la inflación: en general, cuando la tasa de desempleo se reduce, las presiones salariales suelen aumentar, y viceversa. Sin embargo, esta relación, que se conoce como la curva de Phillips, en los últimos años parece haberse debilitado. Por ejemplo, la reducción de la tasa de desempleo que se ha registrado en la eurozona desde finales de 2015 debería haber generado una mayor tasa de crecimiento de los salarios y, en última instancia, también de la inflación. ¿Por qué no ha sucedido?

La teoría económica no deja lugar a dudas: en las fases expansivas del ciclo económico, a medida que la tasa de desempleo disminuye, cuesta más contratar a nuevos trabajadores y retener a los propios trabajadores de la empresa, y ello normalmente acaba generando presiones al alza sobre los salarios. A grandes rasgos, hay dos canales a través de los que una mayor presión salarial se convierte en un aumento de las presiones inflacionistas: por un lado, el mayor poder adquisitivo de los trabajadores[1] favorece un aumento de la demanda agregada, lo que permite a las empresas subir los precios. Además, el aumento de los salarios incrementa los costes de producción de las empresas y las obliga, en la medida de lo posible, a aumentar los precios para minimizar el impacto sobre los beneficios.[2]

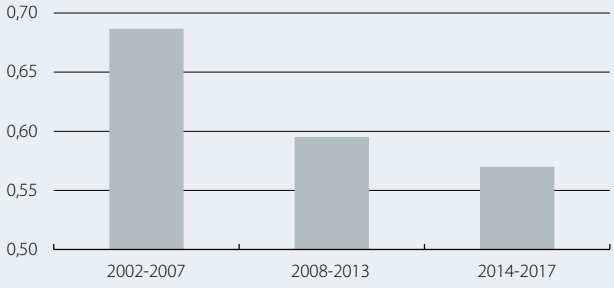
Como apuntábamos con anterioridad, históricamente la relación entre los salarios y la inflación subyacente ha sido muy sólida. Una forma sencilla de ilustrarlo es analizando la evolución de la sensibilidad entre ambas variables, que se ha mantenido en cotas relativamente elevadas durante años. Sin embargo, como puede observarse en el primer gráfico, en los últimos años, la sensibilidad de la inflación a las variaciones de los salarios parece haberse debilitado. En este sentido, Mario Draghi ha apuntado recientemente que ciertos elementos estructurales, como la globalización y el aumento del comercio *online*, podrían encontrarse detrás de esta menor pujanza de la inflación.[3]

Con el fin de analizar con más detalle el debilitamiento de la relación entre los salarios y la inflación, analizamos la evolución de los distintos componentes del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la eurozona y la evolución de los salarios de su sector. Concretamente,

1. En la medida que la inflación tarda unos trimestres en repuntar, el alza de los salarios de los trabajadores se traduce en un aumento de su poder adquisitivo.
2. Véase Nevo, A. y Wong, A. (2018), «Measuring inflation in the modern economy - a micro price-setting view», ECB Forum on Central Banking.
3. Véase el discurso de M. Draghi en Sintra en junio de 2018 en www.ecb.int

Eurozona: sensibilidad de la inflación a variaciones salariales

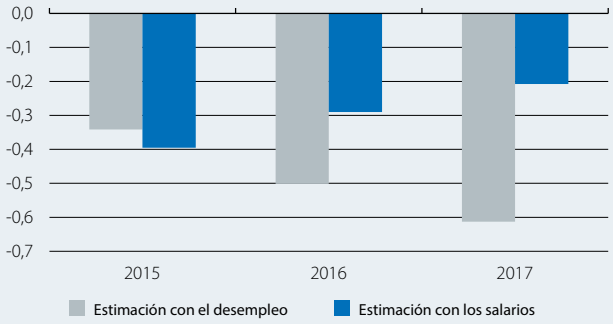
Coeficiente de sensibilidad



Nota: *Estimamos la ecuación $\pi_t = \alpha + \rho\pi_t^w + \varepsilon_t$ para el periodo 1T 2002-4T 2007, donde π_t indica la inflación y π_t^w la evolución de los salarios. Añadimos sucesivamente trimestres a la regresión hasta el 4T 2017. Mostramos el promedio del coeficiente ρ para los periodos indicados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Eurozona: diferencia entre la inflación esperada y la observada

(p. p.)



Nota: *Concretamente, la inflación predicha dada la evolución de los salarios resulta de la agregación de la inflación predicha de cada componente del IPCA dada la evolución de los salarios en su sector NACE en el periodo 1T 2002-4T 2017, ponderando cada componente con su peso en el IPCA. Se realiza el mismo ejercicio utilizando la tasa de desempleo. Se tiene en cuenta la evolución del precio del petróleo en las regresiones estimadas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

estimamos la evolución para cada componente del IPCA que cabría esperar dada la evolución de los salarios en cada sector si se mantuviera la relación histórica entre ambas variables. Tal y como muestra el segundo gráfico, en los últimos años, la inflación subyacente se ha situado de manera sostenida por debajo de lo esperado. Sin embargo, es importante resaltar que esta diferencia se ha ido reduciendo con el paso del tiempo.

En cambio, si realizamos el mismo ejercicio, pero analizando la relación entre la tasa de desempleo y la evolución de la inflación, observamos que, además de que la inflación ha ido sorprendiendo a la baja (dada la evolución de la tasa de paro), esta sorpresa ha ido aumentando con el paso del tiempo.

Para cerrar la relación entre las tres variables, en el tercer gráfico mostramos cómo la sincronía que históricamente

han mostrado los salarios y la tasa de paro parece haberse roto durante los últimos años.

Varios factores pueden explicar el moderado crecimiento de los costes laborales a pesar de la reducción de la tasa de paro, pero uno de los que parece más relevante es el aumento del subempleo, ya que comporta que el grado de saturación del mercado laboral sea inferior al que sugiere la tasa de paro.[4] Concretamente, el porcentaje de trabajadores subempleados fue aumentando desde 2002 hasta alcanzar su máximo histórico en 2015, cuando se situó ligeramente por encima del 6%. Desde entonces, ha mantenido una moderada tendencia a la baja, pero todavía se encuentra en niveles relativamente elevados (5,7% en el 2017). El segundo candidato a explicar el menor crecimiento de los salarios es la evolución de la productividad, cuya tasa de crecimiento ha experimentado un notable descenso en los últimos años.[5]

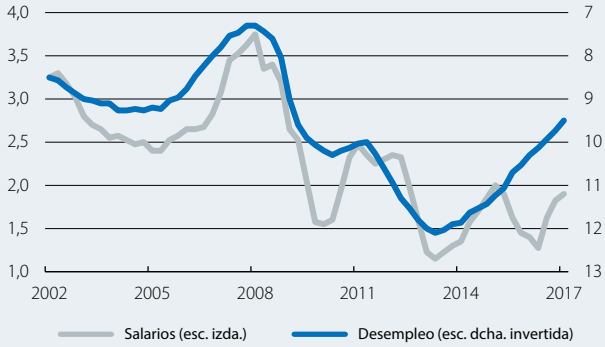
Cuando evaluamos con técnicas estadísticas el peso de cada uno de estos dos factores para explicar el menor crecimiento de los salarios, observamos que el gran protagonista es el subempleo.[6] Como muestra el último gráfico, la medida convencional del grado de saturación del mercado laboral, la tasa de desempleo, explica una parte significativa de la contención salarial observada en los últimos años, pero la relevancia de la elevada tasa de subempleo es todavía mayor. Respecto al crecimiento de la productividad, el análisis llevado a cabo sugiere que ha tenido un papel más secundario recientemente.

Finalmente, es importante destacar que la capacidad de explicar la evolución de los salarios con las variables comentadas anteriormente se ha reducido en los últimos años. Ello sugiere que, probablemente, otros factores podrían estar teniendo un papel cada vez más importante en la determinación de la evolución de los salarios. Entre ellos, los principales candidatos a explicar este cambio de patrón parece que son el aumento de la temporalidad o, en algunos países, el aumento de los influjos migratorios, aunque no se dispone por ahora de evidencia empírica convincente que lo corrobore.

En definitiva, parece que en gran medida tanto la inflación como los salarios han mostrado una evolución relativamente débil recientemente porque la eurozona todavía se encuentra en una fase inicial del ciclo expansivo, ya que el grado de saturación del mercado laboral es todavía bajo (e inferior de lo que sugiere la tasa de paro). Por tanto, el margen para que la eurozona siga creciendo sin que se generen presiones inflacionistas sigue siendo amplio. Ahora bien, a medida que el grado de saturación del mercado laboral vaya aumentando, el crecimiento de los salarios debería ir cogiendo brío y, en última instancia, también la inflación.

Eurozona: tasa de desempleo y salarios nominales

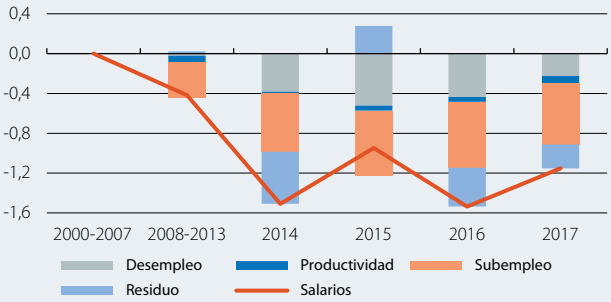
Variación interanual (%) *(%)*



Nota: *El crecimiento de los salarios corresponde a la media móvil de cuatro trimestres y está representado el rezago de tres trimestres.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

*Eurozona: factores que explican el menor crecimiento de los salarios **

Contribución de cada factor para explicar el cambio respecto al promedio 2000-2007 (p. p.)



Nota: ** Concretamente, cada barra muestra la contribución de cada factor en el cambio del crecimiento de los salarios de cada año respecto al crecimiento promedio entre 2000 y 2007. La muestra incluye Alemania, España, Francia, Italia y Portugal.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

4. Concretamente, el subempleo tiene en cuenta a aquellos trabajadores que, estando empleados a tiempo parcial, quieren trabajar más horas. Para más información, véase el Focus «Más allá de la tasa de desempleo» en el IM12/2017.
5. El crecimiento medio de la productividad real de los periodos 2000-2007, 2008-2013 y 2014-2017 fue de 0,9%, 0,5% y 0,5%, respectivamente, para las principales economías de la eurozona.
6. Siguiendo la metodología del FMI (2017), estimamos la siguiente ecuación: $\pi^w_{i,t} = \alpha + \rho\pi^w_{i,t-1} + \beta u_{i,t} + \gamma prod_{i,t} + \delta sub_{i,t} + \varphi_i d_i + \varepsilon_t$ donde π^w denota el crecimiento de los salarios, *u* la tasa de desempleo, *prod* la media móvil de tres años del crecimiento de la productividad del trabajo, *sub* la tasa de subempleo, *d* un indicador de país y ε el residuo de la regresión. *i* denota el país y *t* el periodo. La muestra comprende datos anuales entre 2000 y 2017 y los países incluidos en el análisis son Alemania, Francia, Italia, España y Portugal.

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Actividad									
PIB real	1,5	2,3	2,2	2,3	2,6	2,8	–	...	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,2	3,5	4,1	5,3	4,4	4,2	5,1	...
Confianza del consumidor *(valor)*	99,8	120,5	118,1	120,3	126,0	127,1	125,6	128,8	126,4
Producción industrial	–1,9	1,6	1,9	1,3	3,0	3,4	3,5	3,5	...
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	57,4	55,8	58,7	58,7	59,7	57,3	58,7	...
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.177	1.208	1.171	1.172	1.259	1.317	1.287	1.350	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	189	200	198	200	205	209	211	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	4,9	4,4	4,3	4,3	4,1	4,1	3,9	3,8	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	59,7	60,1	60,1	60,2	60,1	60,3	60,3	60,4	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,7	–2,8	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	...	...	...
Precios									
Precios de consumo	1,3	2,1	1,9	2,0	2,1	2,2	2,5	2,8	...
Precios de consumo subyacente	2,2	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	2,2	...

Nota: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.*

JAPÓN

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Actividad									
PIB real	1,0	1,7	1,6	2,0	2,0	1,1	–	...	–
Confianza del consumidor *(valor)*	41,7	43,8	43,4	43,8	44,5	44,4	43,6	43,8	43,7
Producción industrial	–0,2	4,5	5,6	4,4	4,1	2,5	1,7	3,7	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	7,0	19,0	17,0	22,0	25,0	24,0	–	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,1	2,8	2,9	2,8	2,7	2,5	2,5	2,2	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,7	0,5	...
Precios									
Precios de consumo	–0,1	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,6	0,6	...
Precios de consumo subyacente	0,6	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	...

Nota: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón y Thomson Reuters Datastream.*

CHINA

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
Actividad								
PIB real	6,7	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	–	...
Ventas al por menor	10,4	10,2	10,8	10,3	9,9	9,9	9,4	8,5
Producción industrial	6,1	6,6	6,9	6,3	6,2	6,6	7,0	6,8
PMI manufacturas (oficial) *(valor)*	50,3	51,6	51,4	51,8	51,7	51,0	51,4	51,9
Sector exterior								
Balanza comercial [1] *(valor)*	512	435	458	435	435	420	411	396
Exportaciones	–8,4	8,5	9,0	6,9	10,1	13,6	11,9	11,9
Importaciones	–5,7	16,1	14,3	14,7	13,2	19,2	21,2	25,5
Precios								
Precios de consumo	2,0	1,6	1,4	1,6	1,8	2,2	1,8	1,8
Tipo de interés de referencia [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar *(valor)*	6,6	6,8	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3	6,4

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. Miles de millones de dólares. 2. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china y Thomson Reuters Datastream.*

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

UNIÓN EUROPEA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,6	2,3	2,6	2,6	2,0	1,6	1,7	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	1,6	3,0	2,5	4,1	4,2	3,1	1,7	...	...
Confianza del consumidor	–7,8	–2,5	–2,7	–1,5	–0,2	0,5	0,3	0,2	–0,5
Sentimiento económico	104,2	110,8	109,5	111,8	114,3	114,0	112,7	112,5	112,3
PMI manufacturas	52,5	57,4	57,0	57,4	59,7	58,3	56,2	55,5	55,0
PMI servicios	53,1	55,6	56,0	55,3	55,9	56,4	54,7	53,8	55,0
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6	...	–	...	–
Tasa de paro: eurozona *(% pobl. activa)*	10,0	9,1	9,1	9,0	8,7	8,6	8,5	...	...
Alemania *(% pobl. activa)*	4,2	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	...	...
Francia *(% pobl. activa)*	10,1	9,4	9,5	9,5	9,1	9,2	9,2	...	...
Italia *(% pobl. activa)*	11,7	11,3	11,2	11,2	11,1	11,1	11,2	...	...
España *(% pobl. activa)*	19,6	17,2	17,3	16,8	16,6	16,2	15,9	...	...

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y Markit.*

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Saldo corriente: eurozona	**3,8**	**3,7**	**3,4**	**3,7**	**3,7**	**3,9**	**3,9**	**...**	**...**
Alemania	8,6	8,0	8,0	8,0	8,0	8,1	8,2	...	...
Francia	–0,8	–0,6	–0,8	–0,6	–0,6	–0,4	–0,3	...	...
Italia	2,6	2,8	2,6	2,7	2,8	2,6	2,6	...	...
España	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,6	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**94,3**	**96,5**	**95,2**	**98,5**	**98,6**	**99,6**	**99,4**	**98,0**	**97,9**

Nota: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, la Comisión Europea y organismos nacionales de estadística.*

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras [1]	1,8	2,5	2,3	2,4	3,0	3,3	3,3	3,6	...
Crédito a hogares [1, 2]	1,7	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	10,0	10,1	10,3	10,6	10,1	9,2	7,7	8,3	...
Otros depósitos a corto plazo	–1,9	–2,7	–2,9	–3,0	–2,4	–2,1	–1,9	–1,7	...
Instrumentos negociables	2,7	1,0	0,6	–0,5	–1,7	–5,8	–1,2	–5,1	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	...	...

Notas: *1. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 2. Incluyen las ISFLSH. 3. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 4. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.*

Un crecimiento firme con visos de continuidad

La economía española cierra la primera mitad de 2018 de manera robusta. En concreto, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research predice un crecimiento del 0,66% intertrimestral en el 2T 2018, prácticamente el mismo registro que en el 1T (0,7%). De cara a la segunda mitad de 2018, prevemos que el ritmo de crecimiento del PIB se suavice de forma muy gradual debido a un menor empuje de los vientos de cola (por ejemplo, por la subida del precio del petróleo) y al menor recorrido que queda para cerrar la brecha de producción. De todos modos, el avance de la economía seguirá siendo robusto y encontrará apoyos en vientos de cola externos y fortalezas internas. Entre los primeros, destacan el buen tono del crecimiento global y unas condiciones financieras acomodaticias y sustentadas por la política monetaria del BCE. Por otro lado, en el plano interno, la economía se beneficiará de la mayor intensidad de la creación de empleo en el actual ciclo expansivo (véase el Focus «Una recuperación intensiva en empleo: factores explicativos», en este mismo *Informe Mensual*), así como de las ganancias en competitividad exterior y los progresos en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

El desglose del PIB del 1T muestra una fuerte contribución de la demanda interna. El consumo privado, que pesa un 58% en el total de la economía, mantuvo el buen tono con un avance intertrimestral del 0,7% en el 1T, y coincide con lo que ya adelantaba el indicador sintético del consumo. Sin embargo, la atención en la publicación de los componentes del PIB se centró en la desaceleración de la inversión. Esta se concretó en un retroceso de la inversión en equipo (–1,6% intertrimestral) por la caída de la inversión en material de transporte, que cedió un 6,6% intertrimestral. Por otro lado, el contrapunto positivo estuvo en la inversión en construcción, que aceleró hasta crecer un 2,4% intertrimestral. Con todo, la moderación de la inversión en el 1T debe entenderse como un factor puntual. Así, mientras que la inversión en equipo podría estar acusando todavía la resaca del repunte anormalmente fuerte del 3T de 2017, a la construcción le queda un camino alcista por recorrer y, lo que es más significativo, los últimos indicadores sugieren que la inversión ha retomado tracción en el 2T, ya que el índice PMI compuesto de mayo subió de los 55,4 a los 55,9 puntos, en zona claramente expansiva (por encima de 50). Por su parte, el sector exterior aportó menos de lo esperado ya que, si bien las exportaciones conservaron un buen tono, las importaciones se incrementaron más de lo previsto, especialmente en servicios.

El mercado laboral evoluciona muy positivamente. En mayo, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 70.898 personas (términos desestacionalizados), el mayor dato observado en 2018 y netamente superior a los 50.935 de mayo de 2017, con lo que la tasa de variación interanual se mantiene en el 3,1%. Por sectores, destacó la recuperación del empleo en construcción, que ganó tracción con un avance del 6,6%, y el

España: PIB

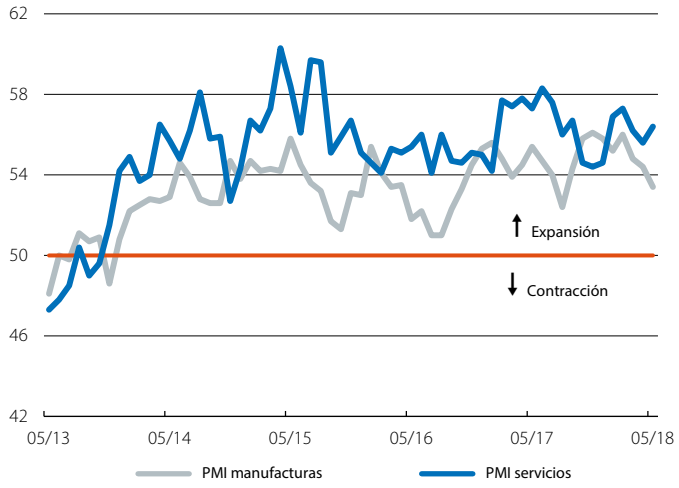
Variación intertrimestral (%)

	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018
PIB	0,8	0,7	0,6	0,7
Consumo privado	0,8	0,7	0,6	0,7
Consumo público	0,5	0,4	0,4	0,5
Inversión	0,6	1,4	0,7	0,8
Inversión en equipo	0,1	2,8	0,9	–1,6
Transporte	–1,3	5,2	–1,2	–6,6
Resto	0,8	1,9	1,9	0,6
Inversión en construcción	1,0	0,2	1,0	2,4
Exportaciones	1,0	0,6	0,3	1,3
Importaciones	0,5	1,0	0,0	1,3

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: indicadores de actividad

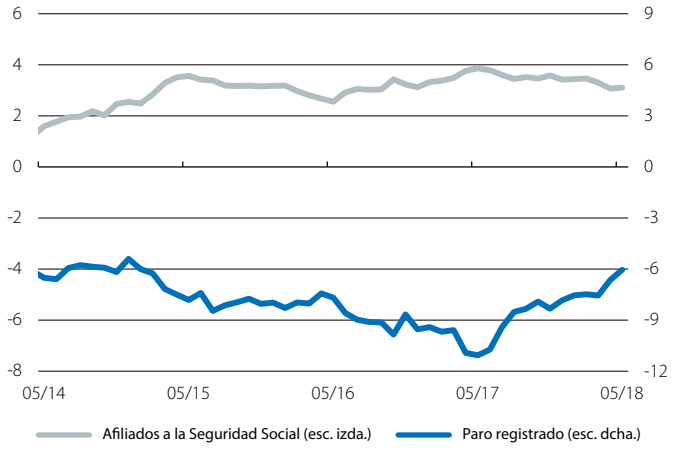
Nivel



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.*

España: afiliados a la Seguridad Social y paro registrado

Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.*

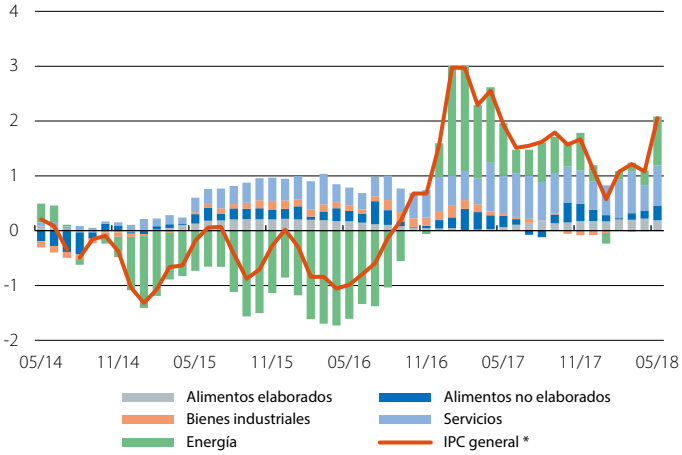
buen comportamiento del empleo en servicios, el componente de mayor peso en el total, que aceleró 1 décima para crecer un 3,2% interanual. Este buen comportamiento del empleo se tradujo en un descenso del paro registrado en mayo de 84.000 personas, un buen dato, aunque algo inferior a la previsión de CaixaBank Research.

El dinamismo del mercado laboral alimenta el vigor del consumo privado. Si bien las ventas minoristas desaceleraron en abril (0,5% interanual) por el efecto de la Semana Santa, otros indicadores como la confianza del consumidor, que en mayo se recuperó de los descensos de marzo y abril, y el indicador sintético del consumo (que incluye las ventas en grandes empresas, matriculaciones de automóviles, ventas minoristas deflactadas, turismo y remuneración de asalariados) apuntan a una continuidad de la fortaleza del consumo privado en el 2T.

La inflación repunta por los precios energéticos. La inflación general subió 1 p. p. en mayo, hasta el 2,1%, y avanzó hasta el 2,3% en junio. Los indicadores sugieren que el aumento se debió, especialmente, al incremento de los precios energéticos, aunque todavía no se conoce el detalle por componentes de junio. Por su parte, la inflación subyacente incrementó en 3 décimas en mayo, hasta el 1,1%, por el encarecimiento de los paquetes turísticos. De cara a los próximos meses, la evolución del precio del petróleo seguirá presionando los precios al alza, aunque esperamos cierta moderación en el último tercio de 2018. Asimismo, hay que destacar que la inflación subyacente, que es la que marca las tendencias a medio y largo plazo, sigue inscrita en registros moderados. La previsión de inflación de CaixaBank Research para el promedio de 2018 sube del 1,6% al 1,8%, mayormente por el aumento de la repercusión de la electricidad, los alimentos no elaborados y los paquetes turísticos.

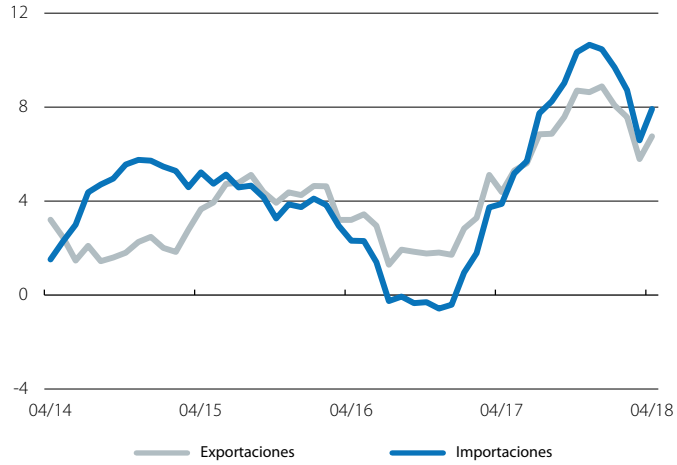
Prosiguen los buenos datos en el mercado inmobiliario. Las compraventas de viviendas del acumulado del año hasta abril crecieron un 16,0% interanual y confirman la tendencia alcista del sector. Además, este impulso en las compraventas incide en el precio de transacción de la vivienda, que aumentó un 6,2% en términos interanuales en el 1T 2018 (1,4% en términos intertrimestrales), un dato robusto que, sin embargo, quedó 3 décimas por debajo de nuestra previsión. De cara a los próximos años, la construcción, sin embargo, seguirá contribuyendo positivamente al crecimiento de la economía y a la creación de empleo, ya que, pese a la intensidad de los últimos avances, el punto de partida es bajo. Por ejemplo, los visados de obra nueva crecieron un 25,4% interanual en febrero (acumulado de 12 meses).

España: contribución a la inflación por componentes
(p. p.)



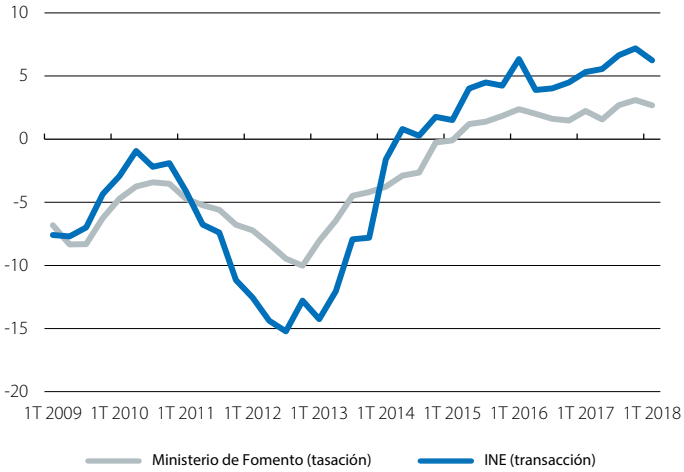
Nota: ** Variación interanual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: comercio exterior de bienes *
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: ** Datos nominales, serie sin desestacionalizar.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.*

España: precio de la vivienda
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Fomento.*

Una recuperación intensiva en empleo: factores explicativos

Una de las principales características de la recuperación de la economía española es su fuerte creación de empleo. En el trienio 2015-2017, el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (ETC) aumentó en algo más de 500.000 al año,[1] un crecimiento anual promedio del 3,0%.[2] En vista del fuerte desempeño del mercado laboral, a continuación analizamos los factores que explican la elevada intensidad en la creación de empleo a lo largo de la recuperación.

La relación entre el PIB y el empleo antes y después de la crisis

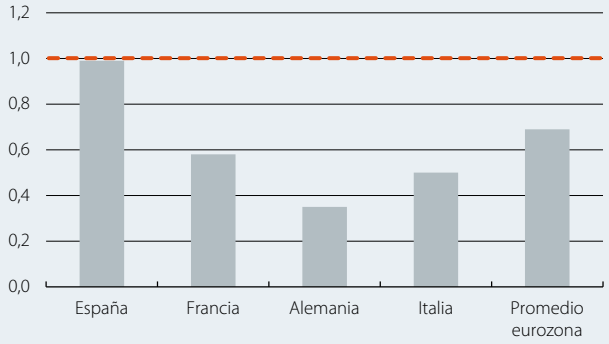
Entre el 1T 2015 y el 1T 2018, el empleo ETC creció un 8,9% y el PIB avanzó un 9,8%, lo que nos da una ratio de 0,91 puestos de trabajo creados por cada nueva unidad de PIB, una cifra muy elevada y sustancialmente por encima de la del resto de países de la eurozona. Además, esta cifra contrasta con la experiencia pasada de la economía española. Por ejemplo, el BCE estima que, hasta 2008, en España, el aumento del empleo por cada punto porcentual de crecimiento del PIB era de 0,6 p. p.[3] Sin embargo, el análisis del BCE muestra que, en los últimos años, esta relación entre empleo y PIB se ha estrechado sostenidamente y hasta tal punto que España se sitúa, hoy en día, a la cabeza de la eurozona, con casi 1 p. p. de crecimiento de la ocupación por cada punto porcentual de crecimiento del PIB (véase el primer gráfico).

En parte, esta mejora del dinamismo del mercado laboral es consecuencia de que la economía española es capaz de empezar a crear empleo a partir de menores tasas de crecimiento del PIB. En efecto, tal y como puede observarse en el segundo gráfico, la curva que asocia el crecimiento de la ocupación en el sector privado con el del PIB (la llamada curva de Okun) se ha desplazado a la izquierda desde el año 2012, de forma que, actualmente, la economía empieza a crear empleo a partir de un crecimiento del PIB del 0,5% interanual (un umbral sensiblemente inferior al 1,5% del periodo 2006-2011). En la medida que este movimiento coincide en el tiempo con la reforma laboral de 2012, esta podría ser uno de los cambios estructurales que explicaría el mayor dinamismo del mercado laboral, tal y como se ha analizado en varios estudios.[4]

1. Según datos de la Contabilidad Nacional.
2. Este incremento ha sido ligeramente inferior al del PIB, del 3,3% en promedio, lo que implica que la fuerte creación de ocupación ha sido compatible con seguir ganando productividad (entendida como productividad laboral aparente del trabajo, es decir, PIB entre trabajadores equivalentes a tiempo completo).
3. Véase el artículo «La relación entre el empleo y el PIB desde la crisis» en el Boletín Económico 6/2016 del Banco Central Europeo.
4. Véase Izquierdo, M., Lacuesta, A. y Puente, S., «La reforma laboral de 2012: un primer análisis de algunos de sus efectos sobre el mercado de trabajo», Boletín Económico, Banco de España, Septiembre 2013.

España: relación entre el crecimiento del empleo y el PIB *

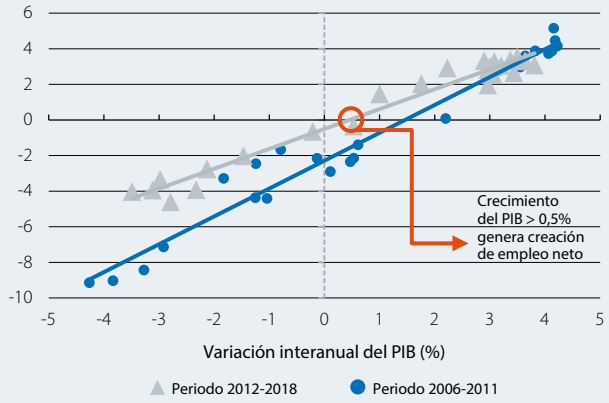
Variación del empleo (p. p.) en respuesta a 1 p. p. adicional de crecimiento del PIB



Nota: ** Estimaciones del BCE, promedio para el periodo de 1999 a 2016.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de estimaciones del BCE.*

España: crecimiento del PIB y de la ocupación en el sector privado

Variación interanual de la ocupación (%)



Nota: *Cada punto en el gráfico corresponde a un trimestre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

No obstante, la fuerte creación de empleo también responde a un componente cíclico nada despreciable. En concreto, la destrucción de empleo que acarreó la pasada crisis económica fue tan fuerte que, a lo largo de la recuperación, es necesario volver a crear una gran cantidad de puestos de trabajo. Y es que, durante el periodo 2008-2013, se destruyó empleo de una forma muy elevada como consecuencia de un mercado de trabajo rígido y dual. Por un lado, la insuficiente presencia de mecanismos para reducir el número de horas trabajadas por empleado (es decir, el margen intensivo) promovió que el ajuste se realizara en el margen extensivo (es decir, con reducciones de plantilla). Así, tal y como puede observarse en el tercer gráfico, entre 2008 y 2013, la caída en el empleo fue mucho más pronunciada que la del PIB, hasta el punto de que la ratio entre la reducción del empleo y la del PIB fue del 2,2. Por otro lado, el número de horas trabajadas expe-

rimentó una caída relativamente menor que el empleo y, en consecuencia, el número de horas trabajadas por cada empleado aumentó en los primeros años de la crisis. Además, la menor protección de los trabajadores temporales (respecto a los indefinidos) y una tasa de temporalidad muy elevada (del 30% en el 1T 2008) fomentaron que esta reducción del número de trabajadores se realizase mediante la no renovación de los contratos temporales (véase el cuarto gráfico).

La composición sectorial también importa

Otro factor que explica el estrechamiento de la relación entre PIB y empleo es el cambio en el peso de los distintos sectores económicos. En el periodo recesivo (2008-2013), el sector de la construcción y la industria sufrieron más que el sector de los servicios y, como resultado, el peso del valor añadido bruto[5] del sector servicios aumentó del 70% en 2008 al 76% en 2013. Dado que los servicios tienden a mostrar un menor crecimiento de la productividad (es decir, la ratio del PIB sectorial de los servicios por trabajador crece relativamente menos), un aumento del peso de los servicios contribuye a reducir la brecha entre el crecimiento del PIB y del empleo en el conjunto de la economía. De hecho, en este punto, la comparación con la industria es especialmente ilustrativa. El crecimiento acumulado de la ocupación entre el 1T 2014 y el 1T 2018 ha sido similar en ambos sectores (11,6% en la industria y 11,5% en los servicios), pero la evolución respectiva de su valor añadido bruto ha sido muy distinta: en el mismo periodo (y en términos acumulados), mientras que el sector de los servicios ha crecido un 10,6%, el sector industrial lo ha hecho en un 16,2%.

Sin embargo, la industria y la construcción también contribuyen a la mayor intensidad en la creación de empleo. En concreto, la fuerte destrucción de empleo que se produjo en ambos sectores a lo largo de la recesión (por ejemplo, entre 2008 y 2013, desaparecieron dos de cada tres puestos de trabajo en la construcción y casi uno de cada tres en la industria) hace que hoy exhiban fuertes tasas de crecimiento para recuperar parte del empleo perdido. Así, en el 1T 2018 se observó un crecimiento de la ocupación del 2,9% en el sector industrial y del 7,2% en el sector de la construcción, mientras que entre los años 2000 y 2008 este crecimiento fue nulo en el primero y del 6,5% en el segundo.

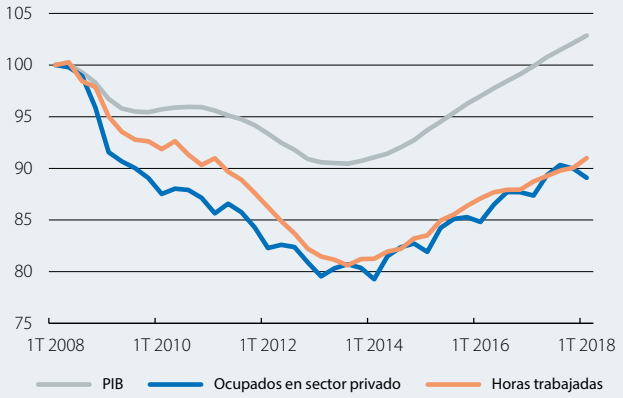
¿Cómo será la relación entre empleo y PIB en el futuro?

Más allá del empuje que ofrece la recuperación del empleo en la industria y la construcción, la terciarización de la economía (caracterizada por la tendencia, generalizada entre las principales economías, de un mayor peso de los servicios) y un mercado laboral menos rígido sugieren que el estrechamiento de la relación entre el crecimiento del PIB y el empleo que se ha producido en España en los últimos años puede tener un carácter duradero. Así, como hemos visto en el segundo gráfico, la curva de Okun de España se ha desplazado hacia la izquierda y nos indica que, hoy en día, la economía es capaz de crear ocupación con menores tasas de crecimiento del PIB. Por otro lado, la menor pendiente de la curva de Okun, que también se observa en el segundo gráfico, sugiere que cada empleado adicional tiene la capacidad de producir más (es decir, cada aumento de 1 p. p. de la ocupación está asociado con un mayor incremento en el crecimiento del PIB) y que, además, en caso de recesión, la destrucción de empleo sería menor.

Sin embargo, es importante recordar que, pese a estas mejoras, el mercado laboral español sigue teniendo muchos retos por delante, como el de la alta tasa de temporalidad (particularmente relevante en el sector de los servicios), y que suponen una fuente de debilidad para el mercado laboral ante una eventual futura recesión.

España: evolución del PIB, la ocupación y las horas trabajadas totales

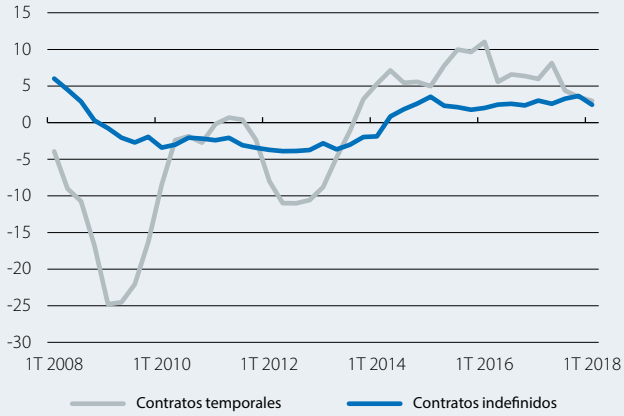
Índice (100 = 1T 2008)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: ocupación por tipo de contrato

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

5. Respecto del conjunto del sector industria, construcción y servicios.

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Industria									
Índice de producción industrial	1,9	3,2	2,8	2,8	5,2	2,7	1,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–2,3	1,0	–0,5	–0,1	4,3	2,8	3,3	0,8	–0,5
PMI de manufacturas (*valor*)	53,2	54,8	54,9	53,6	55,9	55,3	54,4	53,4	53,4
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	43,7	22,9	18,4	23,5	25,1	25,1	28,5	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	13,1	13,8	12,2	13,3	14,5	15,1	16,9	...	...
Precio de la vivienda	1,9	2,4	1,6	2,7	3,1	2,7	–	...	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	8,2	9,9	10,3	10,3	9,1	8,1	6,3	5,4	...
PMI de servicios (*valor*)	55,0	56,4	57,8	56,8	54,5	56,8	55,6	56,4	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,8	0,9	2,0	0,8	0,4	1,9	0,3	–0,3	...
Matriculaciones de automóviles	11,4	7,9	6,3	6,7	10,8	11,8	12,3	7,2	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–3,8	–0,7	1,5	0,2	–1,5	–0,6	–0,7	0,5	1,8
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	2,7	2,6	2,8	2,8	2,6	2,4	–	...	–
Tasa de paro (% de la población activa)	19,6	17,2	17,2	16,4	16,5	16,7	–	...	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	3,0	3,6	3,8	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	...
PIB	**3,3**	**3,1**	**3,1**	**3,1**	**3,1**	**3,0**	**–**	**...**	**–**

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
General	–0,2	2,0	2,0	1,7	1,4	1,0	1,1	2,0	2,3
Subyacente	0,8	1,1	1,1	1,3	0,8	1,0	0,8	1,1	...

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Comercio de bienes							
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	1,7	8,9	5,6	7,6	8,9	5,8	6,8
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–0,4	10,5	5,7	9,0	10,5	6,6	7,9
Saldo corriente	**21,5**	**21,9**	**22,0**	**21,0**	**21,9**	**21,1**	**18,5**
Bienes y servicios	33,7	33,4	33,4	32,7	33,4	33,3	31,2
Rentas primarias y secundarias	–12,2	–11,5	–11,5	–11,7	–11,5	–12,2	–12,7
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**24,2**	**24,6**	**24,3**	**23,5**	**24,6**	**24,0**	**21,3**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
Depósitos								
Depósitos de hogares y empresas	2,5	2,8	2,5	2,3	3,2	2,4	2,2	2,6
A la vista y ahorro	16,0	17,6	18,8	17,2	15,9	12,2	10,6	10,3
A plazo y preaviso	–16,0	–24,2	–24,9	–25,1	–24,6	–23,1	–22,0	–21,0
Depósitos de AA. PP.	–14,2	–8,7	–26,7	6,8	13,1	16,7	17,3	14,7
TOTAL	**1,2**	**1,9**	**0,5**	**2,6**	**3,7**	**3,1**	**3,0**	**3,2**
Saldo vivo de crédito								
Sector privado	–3,6	–2,2	–2,1	–2,3	–1,9	–2,2	–3,3	–3,1
Empresas no financieras	–5,3	–3,6	–3,0	–3,9	–3,3	–4,3	–6,9	–7,6
Hogares - viviendas	–3,7	–2,8	–2,8	–2,7	–2,6	–2,4	–2,2	–1,9
Hogares - otras finalidades	2,0	3,7	3,2	3,3	4,5	4,9	4,0	6,1
Administraciones públicas	–2,9	–9,7	–12,6	–11,6	–11,4	–12,5	–10,5	–9,0
TOTAL	**–3,6**	**–2,8**	**–2,9**	**–3,0**	**–2,5**	**–2,9**	**–3,7**	**–3,5**
Tasa de morosidad (%) [4]	**9,1**	**7,8**	**8,4**	**8,3**	**7,8**	**6,8**	**6,8**	**...**

Notas: *1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.*

Portugal: se afianza el buen momento

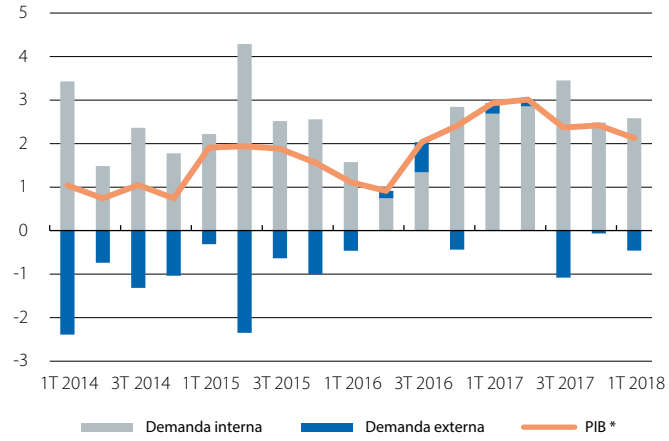
La firmeza del escenario macroeconómico se consolida. La estimación final del PIB del 1T 2018 confirmó un crecimiento del 0,4% intertrimestral y el 2,1% interanual, con lo que la economía portuguesa encadenó siete trimestres avanzando por encima del 2,0%. Esta dinámica positiva se respalda en el buen tono de la demanda interna y las exportaciones, que en el 1T contribuyeron, respectivamente, en 2,3 y 2,2 p. p. al crecimiento del PIB (mientras que el crecimiento de las importaciones restó 2,6 p. p. y la acumulación de existencias contribuyó con +0,3 p. p.). Además, ambos factores seguirán empujando firmemente la actividad en los próximos trimestres. Por el lado de las exportaciones, estas seguirán beneficiándose de un entorno exterior favorable y, además, se verán potenciadas por la reanudación de la actividad en la refinería de combustibles y el aumento de las exportaciones de automóviles (después de que uno de los principales productores de vehículos anunciara un aumento de la producción a partir de septiembre). Por el lado de la demanda doméstica, se espera que la sólida dinámica del consumo privado (0,8% intertrimestral y 2,1% interanual en el 1T) tenga continuidad de la mano de la recuperación del mercado laboral y la mejora de la confianza y de la situación financiera de las familias (la riqueza familiar neta alcanzó un nuevo máximo en 2017, al situarse en el 445% de la renta disponible, mientras que su deuda disminuyó hasta el 72,6% del PIB en el 1T 2018). En lo que respecta a la inversión, distintos factores sugieren que la ligera desaceleración del 1T 2018 (4,7% interanual después de un 5,9% en el 4T 2017) será temporal. Por un lado, se debió, principalmente, a la desaceleración de la inversión en construcción (afectada por factores meteorológicos desfavorables en marzo), mientras que el resto de componentes aceleraron su avance (maquinaria y equipo +9,2% interanual y transporte +11,7%). Además, los distintos indicadores del 2T, como, por ejemplo, las peticiones de licencias para nuevas construcciones en el sector residencial, sugieren una nueva aceleración de la inversión. De este modo, en los próximos trimestres todo apunta a que Portugal mantendrá un ritmo de avance sólido y, según nuestras previsiones, moderadamente por encima del 2,0%.

El mercado laboral evoluciona favorablemente. En lo que va de año, el empleo ha crecido a un ritmo promedio del 2,9% interanual (un 2,1% interanual en abril, último dato disponible), mientras que el número de trabajadores registrados en la Seguridad Social aumentó en abril en 134.618 (respecto al mismo mes del año anterior). Por su parte, la tasa de empleo se situó en el 61,3%, cerca del máximo precrisis. Finalmente, es importante destacar que la tasa de desempleo disminuyó hasta el 7,4% en abril (–2,1 p. p. respecto a abril de 2017), el nivel más bajo desde principios de 2004.

En mayo, la inflación mostró una mayor firmeza. Según el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), la inflación general se situó en el 1,4% en mayo. De este modo, aceleró considerablemente respecto al 0,3% de abril, aupada por un

Portugal: PIB

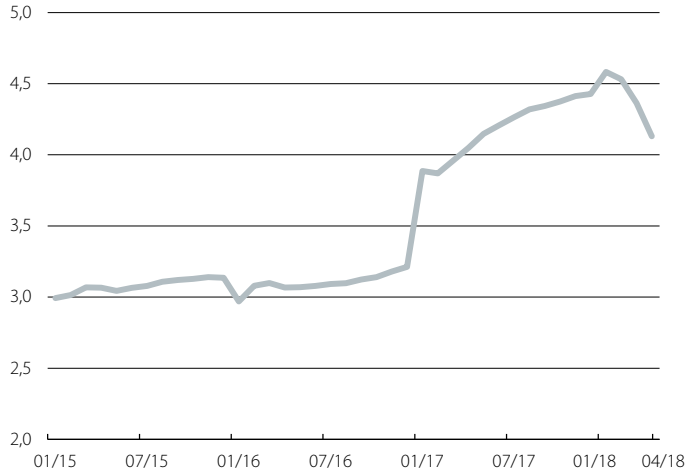
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: ** Variación interanual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.*

Portugal: afiliados a la Seguridad Social

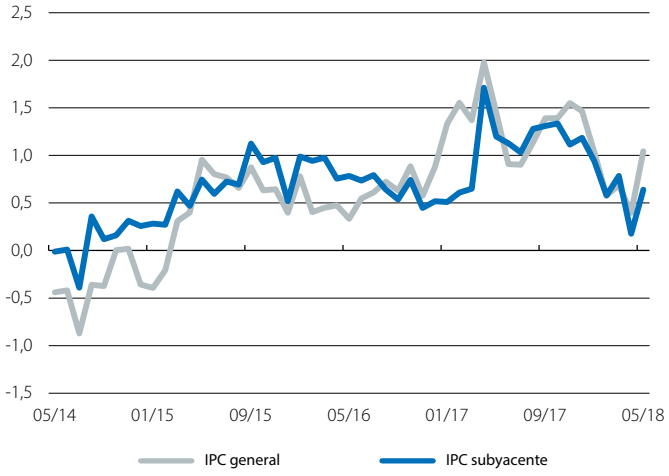
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*

Portugal: IPC armonizado

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.*

crecimiento del 5,7% en los precios de la energía y del 2,6% de los servicios. Por su parte, la inflación subyacente también aumentó de forma considerable y se situó en el 1,1%, 1 p. p. por encima del registro de abril. Como se analiza en el Focus «¿Qué explica la baja inflación portuguesa?» en este mismo *Informe Mensual*, en los últimos meses la inflación se había desacelerado a raíz del incremento relativamente más moderado del precio del petróleo y el impacto de la apreciación del euro. Sin embargo, en los próximos trimestres, a medida que se desvanezcan estos efectos de base, los componentes subyacentes arrastrarán la inflación al alza de la mano del dinamismo de la actividad y la recuperación del mercado laboral.

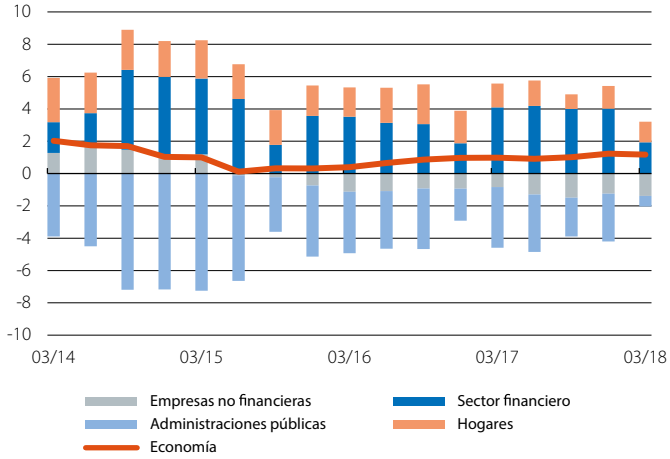
El superávit exterior sigue contribuyendo a la mejora de los desequilibrios macroeconómicos. En el 1T 2018, la economía mantuvo una capacidad de financiación frente al exterior positiva, en el 1,2% del PIB. Destacó la mejora en la necesidad de financiación del sector público, que disminuyó sustancialmente: un 0,7% en el 1T 2018 frente al 3,8% del 1T 2017. Con todo, esta mejora se debió, en buena parte, al efecto negativo que la operación de recapitalización de Caixa Geral de Depósitos (CGD) supuso para 2017. Por su parte, la capacidad de financiación en los hogares y la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se deterioró muy ligeramente. En este contexto, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el 5,1% de la renta disponible, 0,2 p. p. por debajo del registro del 4T 2017, ante una expansión más fuerte del consumo que de la renta disponible.

Las cuentas públicas evolucionan positivamente, a pesar de algunos lastres temporales. Los datos de contabilidad nacional muestran una mejora del saldo de las Administraciones Públicas, del –2,0% del PIB en el 1T 2017 al –0,9% en el 1T 2018 (excluyendo la recapitalización de CGD). Además, el contraste con los datos de contabilidad de caja (que reflejan un deterioro del déficit presupuestario hasta mayo) se debe a que esta variable se ha visto distorsionada por factores temporales, como la devolución más temprana de los impuestos en el marco de la declaración de la renta de las personas físicas y un aplazamiento en la recepción de los ingresos procedentes del impuesto de sociedades. Así, las perspectivas para el conjunto del año siguen siendo positivas, especialmente gracias a la coyuntura económica favorable y su efecto particularmente positivo sobre los impuestos indirectos y las contribuciones sociales (que, hasta mayo, crecieron conjuntamente un 5% interanual).

El sector inmobiliario gana dinamismo. En el 1T 2018, el precio de la vivienda aumentó un 12,2% interanual, lo que representa una aceleración de 1,7 p. p. respecto al 4T 2017, mientras que el número de viviendas vendidas se incrementó un 15,7%. Por segmentos, las compraventas siguen dominadas por el parque de vivienda de segunda mano, que representa aproximadamente el 86% de todas las operaciones. Por regiones, los datos indican que el dinamismo del mercado inmobiliario se observa en prácticamente todo el país, aunque es más acentuado en las regiones metropolitanas de Lisboa y Oporto y en el Algarve. De cara a los próximos trimestres, el entorno de condiciones financieras acomodaticias y la importante demanda de vivienda por parte de no residentes seguirán respaldando la fortaleza del mercado inmobiliario.

Portugal: capacidad/necesidad de financiación exterior

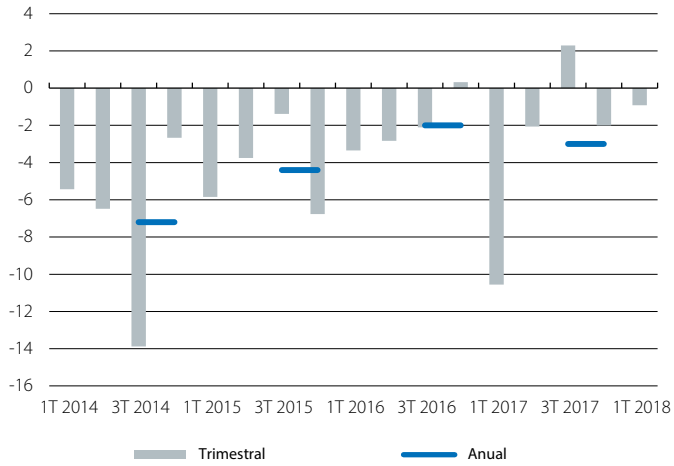
(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: déficit público

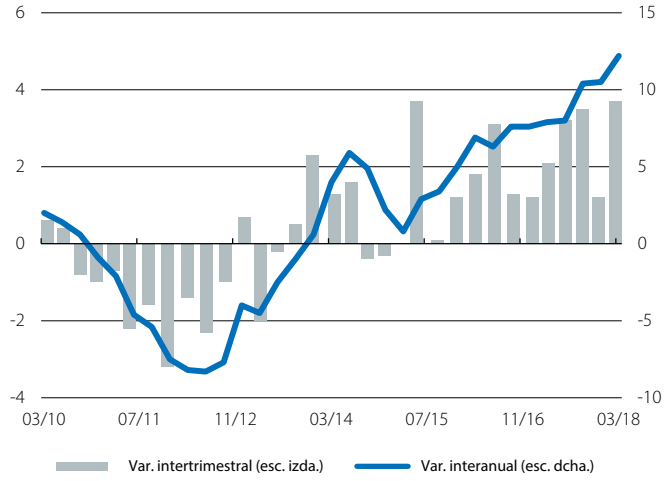
(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: precio de la vivienda

Variación intertrimestral (%) *Variación interanual (%)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

¿Qué explica la baja inflación portuguesa?

En la primera mitad de 2018, la inflación ha registrado valores claramente por debajo de los de la primera mitad de 2017: por ejemplo, la tasa promedio entre enero y mayo fue del 0,9% en 2018, 0,8 p. p. inferior a su registro en el mismo periodo de 2017 (1,7%). ¿A qué se debe esta desaceleración, especialmente sorprendente cuando la economía gana dinamismo?

Parte de la explicación se debe a la evolución del precio del petróleo, que creció con fuerza entre principios de 2016 y 2017 (alrededor del 50% entre enero de 2016 y enero de 2017) y, desde entonces, a pesar de seguir subiendo, lo ha hecho a un ritmo inferior (alrededor del 20% entre enero de 2017 y enero de 2018). De este modo, dentro de la cesta del índice de precios al consumo (IPC), los precios de la energía avanzaron un 5,3% interanual en el promedio de enero a mayo de 2017, frente a un 2,7% en el mismo periodo de 2018.

Sin embargo, la evolución del euro desde mediados de 2017 también ha jugado un papel clave. La apreciación del euro reduce el coste de las importaciones extranjeras y se transmite a la inflación por dos canales. Por un lado, incide directamente en el IPC por el abaratamiento de los bienes importados destinados al consumo final. Por otro lado, la apreciación también reduce los precios de los bienes intermedios, con lo que disminuyen los costes de producción y así, indirectamente, acaba repercutiendo sobre el IPC.

Según estimaciones de la Comisión Europea,[1] en Portugal, el impacto de una apreciación del 1% en el tipo de cambio nominal efectivo provoca una reducción de 0,1 p. p. en el IPC general y de 0,09 p. p. en el IPC subyacente. De hecho, entre todos los países analizados, Portugal es el que presenta impactos estimados más elevados. Dado que, en mayo, el tipo de cambio nominal efectivo referente a los 61 principales socios comerciales se había apreciado en un 3,2%,[2] ello explicaría una desaceleración de la inflación de 0,32 p. p.

La evolución de los distintos componentes del IPC corrobora que la apreciación del euro ha desempeñado un papel importante en la dinámica reciente de la inflación, dado que se ha observado una mayor desaceleración de la inflación entre los componentes volátiles (alimentos no procesados y energía) que en los subyacentes. En primer lugar, el contenido importador de los alimentos no procesados es más elevado en Portugal que en el conjunto de la eurozona, lo que ayuda a explicar por qué el impacto de la apreciación del euro se ha notado más en Portugal.[3] En segundo lugar, la transmisión de la apreciación del euro es más fuerte en los precios de la energía, ya que estos se determinan, en gran medida, en los mercados internacionales y sus precios se denominan en dólares (hay que tener en cuenta que la apreciación bilateral frente al dólar ha sido del 15% desde principios de 2017, mucho más marcada que en el tipo de cambio efectivo).[4]

Por su parte, la inflación subyacente se ha visto menos afectada por el hecho de que una parte importante de sus componentes, como, por ejemplo, los servicios, que representan más de un 50% del índice, no se pueden importar, mientras que, en lo que respecta a los alimentos procesados, en el caso de Portugal, las importaciones procedentes de fuera de la eurozona son poco relevantes. No obstante, el índice subyacente también incluye bienes industriales no energéticos, cuyo contenido importador es considerable. En efecto, en los últimos meses estos han contribuido a la reducción de la inflación. Además, este componente también se ve influenciado por fuerzas estructurales que han ejercido una contención sobre las presiones inflacionistas a nivel global, como la globalización y los avances tecnológicos que han permitido reducir costes de producción.[5]

En definitiva, la fuerte apreciación del euro en la segunda mitad de 2017 explica una parte importante de la desaceleración de la inflación portuguesa en los últimos meses, especialmente por su impacto en los componentes volátiles. Sin embargo, en los próximos trimestres, a medida que se desvanezca este efecto base, los componentes subyacentes arrastrarán la inflación al alza de la mano del dinamismo de la actividad y la recuperación del mercado laboral.

Portugal: evolución reciente de la inflación

		Variación interanual (%) Promedio enero-mayo			Contribución a la evolución del IPCA (p. p.)	
	Ponderaciones (%)	2017	2018	Variación (p. p.)	2017	2018
IPCA	**100,0**	**1,7**	**0,9**	**–0,8**		
Alimentos no procesados	10,3	3,4	0,2	–3,2	0,3	0,0
Energía	8,3	5,1	2,5	–2,7	0,4	0,2
IPCA subyacente	**81,4**	**1,1**	**0,8**	**–0,3**	**0,9**	**0,6**
Alimentos procesados y bebidas	13,1	0,1	1,3	1,2	0,0	0,2
Bienes industriales no energéticos	26,0	–0,7	–1,2	–0,5	–0,2	–0,3
Servicios	42,3	2,1	1,8	–0,3	0,9	0,8

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.*

1. Comisión Europea (2014), «Quarterly Report on the Euro Area», vol. 13, n.º 3.
2. Con respecto a julio de 2017.
3. En concreto, en Portugal las importaciones de alimentos no procesados representan un 0,8% del PIB (0,6% en la eurozona) y el 21% de ellas proceden de países de fuera de la UE.
4. El 78% de las importaciones de bienes energéticos (petróleo y gas natural) tienen origen fuera de la UE y representan un 3% del PIB (65% y 2,2% en la eurozona).
5. Boletín Económico del Banco de Portugal, junio de 2018.

La buena evolución del sector exterior portugués en 2018

En 2017, la balanza por cuenta corriente de Portugal registró un superávit del 0,5% del PIB y encadenó cinco años en positivo. Por componentes, mientras que las balanzas de bienes y de rentas se mantuvieron en situación deficitaria, las exportaciones de servicios superaron las expectativas más optimistas, especialmente gracias al fuerte empuje del turismo, de modo que el elevado superávit de la balanza de servicios permitió compensar los registros menos positivos del resto de los componentes.

Dinámicas recientes del sector exterior

En lo que se refiere a 2018, los datos disponibles hasta abril muestran una evolución muy positiva de las exportaciones, tanto de bienes como de servicios, así como de las remesas procedentes de los emigrantes.

En primer lugar, dentro de la balanza de bienes, se ha observado un aumento del déficit comercial debido al fuerte crecimiento de las importaciones (10,5% interanual). Este dinamismo de las importaciones es fruto del encarecimiento del petróleo (que ha provocado un deterioro del déficit comercial energético), pero también de la firmeza de la demanda doméstica y la mayor importación de bienes de inversión. Además, las exportaciones han avanzado con fuerza (8,0%), algo especialmente destacable si se tiene en cuenta la marcada apreciación del euro a lo largo de 2017. En este sentido, destacan en positivo el gran aumento de la venta de automóviles y sus componentes, además de la buena marcha de las industrias tradicionales (aceite, vino y bebidas, plásticos y corcho).

Por su parte, el superávit de la balanza de servicios ha continuado batiendo récords. En particular, a fecha de abril de 2018, el superávit había aumentado en 2.300 millones de euros (acumulado de 12 meses) respecto al mismo periodo de 2017, lo que acentúa su tendencia al alza, apoyado en una evolución muy positiva del sector del transporte y el turismo. Precisamente, el turismo, con un peso del 70% en el superávit de la balanza de servicios, merece una mención especial. Los servicios turísticos han ganado importancia en la economía nacional de manera sostenida (se espera que alcancen un peso del 7,8% en el PIB de 2018) y, en abril de 2018, los ingresos del sector representaron un 18,0% del total de las exportaciones (acumulado de 12 meses).

Por último, en la balanza de rentas, ha empeorado el saldo de la balanza de las rentas primarias (intereses, dividendos y beneficios), tanto por una disminución de los ingresos procedentes de la inversión directa realizada en el exterior como por una reducción de las rentas procedentes de las inversiones de cartera. Por su parte, la evolución reciente de la balanza de rentas secundarias confirma la dinámica positiva de las remesas de emigrantes (1,5% del PIB).

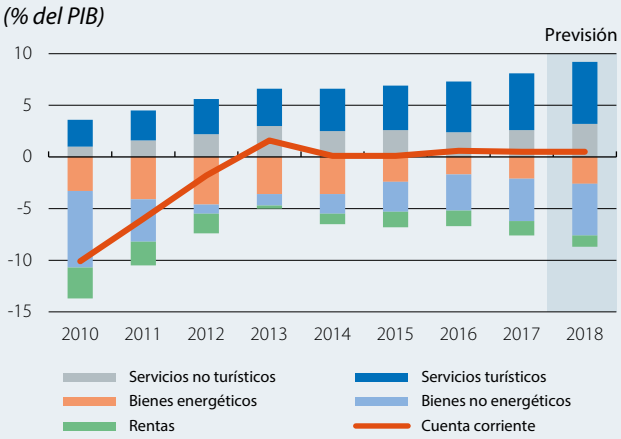
Perspectivas para 2018

En un entorno exterior favorable, esperamos que, tanto a escala global como a nivel de la eurozona, las exportaciones de bienes y servicios sigan exhibiendo una dinámica robusta. En este sentido, en 2018, muy probablemente la entrada de turistas vuelva a alcanzar nuevas cifras récord, lo que reforzará el superávit de la balanza por cuenta corriente.

Con todo, el escenario no está exento de riesgos. En positivo, podrían producirse mejores registros de lo esperado en las remesas de emigrantes o las transferencias de la UE. En negativo, destacan el posible empeoramiento del sentimiento inversor internacional, en un entorno de tensiones geopolíticas y comerciales, la evolución y la volatilidad del precio del petróleo y, por último, la posibilidad de repuntes bruscos en los tipos de interés (que podrían producirse tanto por temores a un aumento del proteccionismo a nivel global como por la reacción a la retirada del estímulo monetario de los principales bancos centrales). Además, también hay que considerar que la proporción de deuda pública en posesión de los no residentes ha aumentado, lo que generará cierta presión sobre la balanza de rentas.

Portugal: composición del saldo por cuenta corriente

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Índice coincidente de actividad	1,5	2,7	2,8	3,0	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0
Industria										
Índice de producción industrial	2,4	4,0	2,8	6,8	2,5	2,5	1,8	2,1	3,8	...
Índicador de confianza en la industria (*valor*)	–0,7	2,3	2,7	1,8	3,5	2,9	1,6	1,7	0,1	–0,5
Construcción										
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	7,1	20,7	21,9	21,5	17,4	...	...	9,5	...	...
Compraventa de viviendas	18,8	20,5	16,1	23,0	23,6	...	...	15,7	...	...
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	3,8	5,0	4,4	5,5	4,5	...	...	5,4	...	...
Servicios										
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	10,9	12,1	12,6	12,1	11,8	10,9	10,6	11,1	8,4	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	7,3	13,8	13,7	15,6	14,8	15,1	13,2	11,2	10,5	13,7
Consumo										
Ventas comercio minorista	2,7	4,1	5,8	3,9	4,1	5,7	4,4	7,7	–1,6	...
Matriculaciones de automóviles	1,7	2,4	2,4	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,0
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–11,1	0,5	1,7	1,5	2,3	1,7	1,6	2,8	3,0	4,1
Mercado de trabajo										
Población ocupada [1]	1,2	3,3	3,4	3,0	3,5	3,6	3,2	2,7	2,1	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	11,1	8,9	8,8	8,5	8,1	7,9	7,6	7,5	7,4	...
PIB	**1,6**	**2,7**	**3,0**	**2,4**	**2,4**	**...**	**...**	**2,1**	**...**	**...**

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
General	0,6	1,6	1,7	1,3	1,8	1,1	0,7	0,8	0,3	1,4
Subyacente	0,8	1,3	1,7	1,4	1,6	1,0	0,7	0,9	0,1	1,1

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Comercio de bienes										
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	0,8	10,1	7,8	9,3	10,1	9,5	9,2	6,5	8,0	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	1,5	12,6	9,3	11,8	12,6	11,8	11,7	10,3	10,5	...
Saldo corriente	**1,1**	**0,9**	**0,7**	**0,8**	**0,9**	**0,6**	**0,6**	**0,9**	**0,4**	**...**
Bienes y servicios	3,8	3,5	3,4	3,4	3,5	3,3	3,4	3,2	3,2	...
Rentas primarias y secundarias	–2,7	–2,6	–2,7	–2,6	–2,6	–2,7	–2,8	–2,3	–2,8	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**3,0**	**2,7**	**2,7**	**2,6**	**2,7**	**2,4**	**2,4**	**2,7**	**2,1**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [2]

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Depósitos										
Depósitos de hogares y empresas	3,7	1,7	1,6	0,4	2,1	2,7	2,8	2,3	3,5	...
A la vista y ahorro	19,5	15,7	1,6	0,4	2,1	14,0	14,3	12,6	14,2	...
A plazo y preaviso	–3,2	–5,8	–6,6	–7,1	–4,4	–4,0	–4,3	–4,1	–3,3	...
Depósitos de AA. PP.	–17,9	1,3	–0,4	8,3	12,1	1,4	5,2	–0,8	–5,5	...
TOTAL	**2,3**	**1,6**	**1,5**	**0,8**	**2,6**	**2,7**	**2,9**	**2,2**	**3,1**	**...**
Saldo vivo de crédito										
Sector privado	–3,9	–4,0	–4,2	–4,1	–3,4	–1,8	–1,9	–1,8	–1,9	...
Empresas no financieras	–5,6	–6,6	–6,8	–6,5	–5,9	–2,7	–3,1	–3,0	–3,5	...
Hogares - viviendas	–3,3	–3,1	–3,4	–3,2	–2,1	–2,0	–1,9	–1,7	–1,7	...
Hogares - otras finalidades	–0,4	1,1	2,0	1,0	–0,1	2,3	2,5	2,6	2,8	...
Administraciones públicas	–9,4	9,3	–4,1	21,6	22,9	21,5	19,4	16,0	16,3	...
TOTAL	**–4,2**	**–3,5**	**–4,2**	**–3,1**	**–2,4**	**–0,9**	**–1,1**	**–1,1**	**–1,2**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [3]	**17,2**	**13,3**	**15,5**	**14,6**	**13,3**	**...**	**...**	**...**	**...**	**...**

Notas: *1. Estimación INE. 2. Datos agregados del sector bancario portugués y residentes en Portugal. 3. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de INE, Banco de Portugal, Comisión Europea y Asociación Europea de Productores de Automóviles.*

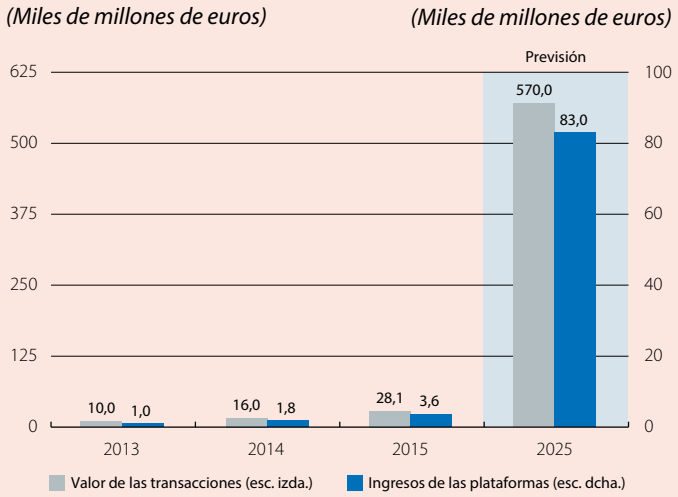
La economía del *sharing*: de fenómeno emergente a pieza clave de la revolución digital

¿Qué le sugieren expresiones como *sharing economy*, *on demand economy* o *gig economy*? Probablemente, no demasiado. Incluso los estadounidenses, habitantes del país en el que el fenómeno está más desarrollado, demuestran poco conocimiento: preguntados por el Pew Research Center en 2016, dos tercios de los encuestados nunca habían oído hablar de la *sharing economy,* y del tercio que sí, un 40% enfatizaba el elemento de colaboración desinteresada entre personas, un 25% afirmaba que a pesar de haber oído la expresión no sabían qué era y un 16% apuntaba mucho mejor y decía que eran negocios o individuos compartiendo bienes y servicios en una relación de duración breve.

¿Por qué decimos que estos últimos acertaban más el tiro? Porque cuando revisamos algunos de los centenares de artículos, estudios y propuestas políticas sobre la cuestión constatamos que, más allá de la denominación, cuatro elementos se repiten en la mayoría de las definiciones. El primero, es que los servicios de la *sharing economy* comparten el hecho de estar instrumentados sobre plataformas *online* y que, en la mayor parte de casos, el acceso a dichas plataformas se realiza mediante una aplicación de móvil o tableta. Un segundo aspecto definitorio es que se establecen relaciones entre pares (*peer-to-peer*), siendo estos pares a veces individuos, a veces empresas. Un tercer elemento característico es que las relaciones entre los actores tienen un carácter temporal. Finalmente, el cuarto ingrediente de la definición es el intercambio de activos, recursos, tiempo o habilidades, de forma muy flexible y dinámica. Así, pues, si se dan estos cuatro aspectos combinados (porque de forma individual los elementos se encuentran en otras formas de hacer negocios, por ejemplo, el carácter temporal de la relación o el uso de plataformas digitales no son privativos de la *sharing economy*) es probable que estemos en presencia de un fenómeno nuevo que denominaremos *sharing economy* (o economía del *sharing*).

Que se trata de un fenómeno incipiente lo denota la dificultad para tener aproximaciones cuantitativas fiables mediante las estadísticas convencionales. De entrada, una parte de las transacciones de la *sharing economy* directamente quedan fuera de las medidas habituales, ya que son actividades de no mercado. Pero, para aquellas transacciones que implican pagos monetarios, la cuantificación es posible. En general, se sigue uno de los dos enfoques siguientes: o se monitoriza la dimensión del consumo o la de la oferta.

***Ingresos y valor de las transacciones relacionadas con la* sharing economy**



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de PwC.*

Desde el primer punto de vista, y a pesar de que la evidencia es limitada, la principal conclusión a la que se llega es que los consumidores utilizan de forma todavía minoritaria la economía del *sharing*. Según los informes más fiables, entre el 20% y el 30% de los consumidores de los países desarrollados han utilizado algunas de las plataformas digitales que sustentan estos servicios o han compartido algunos de los activos, tangibles o intangibles, que se intercambian. Otro aspecto que a veces se analiza es si los hogares reciben alguna renta proveniente de este ámbito. En EE. UU., según el Pew Research Center, en 2016, aproximadamente un 25% de los norteamericanos habían recibido algún ingreso de la *sharing economy*, aunque, si se elimina la venta de un bien de segunda mano, las cifras se reducían a menos de la mitad.

Bajo el segundo enfoque, y siguiendo al que es quizás el informe más referenciado en la cuestión,[1] es usual identificar cinco grandes sectores principales que operan bajo modelos de negocio de *sharing economy*: alojamiento entre pares o usuarios, transporte entre usuarios, servicios a los hogares a demanda, servicios profesionales a demanda y finanzas colaborativas. Según dicho informe, en Europa y en 2015, estos cinco sectores acumularon transacciones por un montante de 28.000 millones de euros, que generaron ingresos para las plataformas digitales relacionadas de 4.000 millones de euros. Aunque los niveles, por sí mismos, no parecen excesivos, el ritmo de crecimiento en los últimos años sí que está siendo significativo, ya que las transacciones se triplicaron entre 2013 y 2015, mientras que los ingresos se cuadruplicaron.

1. Véase Vaughan, R. y Daverio, R. (2016), «Assessing the size and presence of the collaborative economy in Europe», PwC. Estudio encargado por la Comisión Europea para monitorizar el fenómeno de la sharing economy.

Vista la velocidad del cambio a la que estamos asistiendo, la pregunta inmediata es plantearse cuáles son las perspectivas futuras de la economía del *sharing*. Atender a esta cuestión requiere una reflexión previa sobre cuáles son los factores fundamentales que explican la expansión del fenómeno. De forma general, la eclosión de la *sharing economy*, y su difusión futura, es el resultado de la confluencia de los cambios en dos ámbitos distintos, el propiamente tecnológico y el de las expectativas de los consumidores. Por lo que se refiere al primero, la digitalización y las plataformas ofrecen a los proveedores la posibilidad de adaptar su oferta a condiciones cambiantes con una flexibilidad elevada. Dicha flexibilidad deriva tanto de la forma en que se oferta el servicio (por ejemplo, con escasas restricciones horarias) como de la posibilidad de explotar la información de los usuarios (mediante tecnologías *big data*, probablemente). Esta provisión de servicios se realiza muchas veces a un coste más bajo, derivado, por ejemplo, de la eliminación de intermediarios convencionales o de la explotación de activos infrautilizados (podemos pensar en el uso escasamente intensivo que se realiza de bienes como casas o vehículos, pero también de activos intangibles como ciertos conocimientos).

Los cambios en las expectativas de los consumidores, y en sus demandas, son también muy sustanciales. En términos generales, los beneficios que obtienen los consumidores de la *sharing economy* son fruto de una combinación de factores económicos tradicionales (mejores precios, menor tiempo dedicado a la búsqueda o mejor emparejamiento de oferta y demanda, por citar los principales) y otros de carácter social o medioambiental, como la utilidad derivada de la satisfacción de llevar a cabo prácticas de consumo que se perciben como más sostenibles y favorables al medio ambiente, más transparencia percibida en las transacciones, razones puramente altruistas o sensación de cocrear, o al menos orientar, el servicio (mediante propuestas y/o valoración de la experiencia, por ejemplo).

Siendo estos los factores subyacentes a la expansión de la *sharing economy*, cabe plantearse cómo interactúan con los distintos modelos de negocio. Como sucede con otros cambios vinculados con la innovación y los *shocks* tecnológicos, en términos generales, cabe distinguir tres situaciones posibles. La primera sería la de aquellos modelos de negocio que se crean de cero a partir de las plataformas digitales y el enfoque colaborativo, y que han sido capaces de satisfacer las nuevas demandas del consumidor de forma favorable. A estos modelos de negocio los denominaremos «puros». Cronológicamente, los modelos de negocio «puros» han sido los primeros en materializarse y se asocian de forma más clara con el fenómeno de la economía del *sharing*. A un segundo grupo de modelos de negocio los bautizamos como «revolucionados». Son aquellos que están viendo sustancialmente alterada su forma tradicional de competir por la emergencia de la economía del *sharing* y que, en el futuro, probablemente, habrán de hibridar elementos colaborativos digitales con otros aspectos de su *core business* tradicional. Finalmente, también existirán empresas cuyo modelo de negocio no se verá afectado, o solo de forma marginal, por la *sharing economy* y que etiquetamos como «tradicionales».

Los ejercicios prospectivos disponibles se centran, en la mayor parte de casos, en identificar sectores, actividades y modelos de negocio «puros» (en los que los factores que empujan la economía del *sharing* se están explotando extensivamente) y proyectar en el futuro sus tendencias. Es lo que hace, por ejemplo, el estudio anteriormente citado, y que, como se puede apreciar en el gráfico adjunto, proyecta que los ingresos de las plataformas y el volumen de los ingresos se multiplicará por más de 20 hasta 2025 en los cinco sectores antes mencionados (alojamiento entre pares o usuarios, transporte entre usuarios, servicios a los hogares a demanda, servicios profesionales a demanda y finanzas colaborativas).

Mucho menos sabemos del que podría ser el principal ámbito de expansión de la *sharing economy*, su extensión a otros modelos de negocio ya existentes. Por ejemplo, ¿podemos pensar en sectores en los cuales existan activos infrautilizados, sensibilidad sobre sostenibilidad medioambiental creciente o presión para participar en el proceso de creación de la experiencia? Si la respuesta es afirmativa, el sector podría ser susceptible de verse revolucionado por las plataformas digitales. Una forma de concretar el potencial del proceso es determinar qué sectores, definidos convencionalmente, se están viendo afectados por los modelos de negocio «puros» y ver qué importancia tienen en la economía. Según Credit Suisse, las actividades «puras» de *sharing economy* interactúan con sectores que, en los países avanzados, representan del orden del 50% de la economía. Es poco probable que el nivel de penetración de la economía de *sharing* llegue nunca a ser tan grande, pero esta cifra es un recordatorio de que pocos sectores pueden considerarse inexpugnables a sus efectos disruptivos y que muchas empresas deberán concebir cambios en su modelo de negocio que reconviertan relaciones de competencia con el *sharing* a otras de cooperación.

La *sharing economy*, en conclusión, es un fenómeno nuevo, como denota la forma borrosa con la que todavía se define, pero más allá del nombre, lo que parece emerger es una nueva forma de hacer negocios. Si hoy un nuevo Adam Smith estuviese en el ambicioso ejercicio intelectual de conceptualizar lo que venimos a llamar «economía digital», probablemente ya no utilizaría su famoso ejemplo de la fábrica de agujas para alumbrar aspectos claves. Sospechamos que le sería más instructivo explorar algunas plataformas digitales, en las que, por cierto, podría vender a sus pares, directamente, su nuevo libro (perdón, *ebook*), que aventuramos que se podría titular algo así como «La riqueza (digital) de los individuos».

Àlex Ruiz
CaixaBank Research

La economía del *sharing* y el turismo

La irrupción de la economía del *sharing* se ve reflejada en muchas áreas económicas, pero está teniendo especial incidencia en el sector turístico. En particular, muchos de los servicios ofrecidos entre pares (*peer-to-peer* o P2P) a través de las plataformas de *sharing* se presentan como alternativa a los servicios turísticos profesionales de alojamiento, ocio y transporte. Dada la escala que muchas de estas plataformas han alcanzado en estos últimos años, no es de extrañar que parte del ecosistema turístico se haya visto alterado. En este artículo, analizamos el impacto que está teniendo la economía del *sharing* en el funcionamiento del mercado turístico.

La popularización del *sharing* está modificando la manera cómo se proveen algunos servicios turísticos y ha generado nuevas maneras de hacer turismo (véase la figura adjunta). No obstante, el nivel de penetración de las distintas plataformas en el mercado turístico varía en función de cada subsector. Concretamente, el impacto es especialmente elevado en la fase inicial del ciclo de compra, donde las plataformas que ponen en contacto a aquellos que alquilan propiedades con clientes potenciales actúan *de facto* como centrales de reservas de alojamiento turístico, complementando la oferta tradicional. Asimismo, también encontramos plataformas que ayudan a los usuarios a crear su propio paquete turístico, al facilitar el intercambio de información (reseñas, recomendaciones, etc.) con otros turistas y con residentes locales para planificar el viaje. Del mismo modo, en las fases de viaje y destino, los servicios de transporte terrestre de pasajeros también se han visto alterados por la aparición del *sharing*, destacando el alquiler temporal de vehículos entre particulares como otro de los ejemplos más prominentes en el sector turístico.

Impacto de la economía del* sharing *en las fases del ciclo de compra turístico

Previaje (reserva)	Viaje	Destino	Posviaje
Alojamiento	Transporte terrestre de pasajeros	Actividades deportivas, recreativas y de entretenimiento	Plataformas de reseñas
Tradicional	Compartir el coste de desplazamientos	Alquiler de equipación	Intercambio de opiniones y recomendaciones sobre la calidad de los servicios turísticos
Intercambio de casas entre dos particulares	Servicios de taxi	*Tours* y actividades turísticas	
Housesitting (cuidado de una propiedad mientras el propietario está ausente)		Cursillos y clases	
Trabajo a cambio de alojamiento		Servicios de comida y bebida	
Plataformas de reventa de reservas de hotel entre particulares		Actividades gastronómicas	
Plataformas de reseñas		Alquiler de vehículos entre particulares (bicicletas, barcos, coches, etc.)	
Intercambio de información entre usuarios			

Fuente: *CaixaBank Research.*

También en la fase de destino, que se caracteriza por servicios intensivos en mano de obra, especialmente en el punto de contacto con el cliente, se han popularizado plataformas de *sharing* que ofrecen servicios más personalizados, como experiencias gastronómicas en las que los turistas comparten una cena con residentes locales, y experiencias de viaje, como *tours* turísticos organizados por locales que se presentan como una alternativa más «auténtica» a los servicios ofrecidos por turoperadores tradicionales.

Hay varios factores que explican esta popularización del *sharing* en el sector turístico. En primer lugar, la digitalización y las nuevas tecnologías son indispensables para entender el auge de la economía del *sharing*.[1] Aunque la provisión de actividades turísticas entre particulares no es un fenómeno nuevo –siempre han existido intercambios alternativos o no convencionales entre particulares–, esta interacción solía estar limitada a amigos y conocidos. Así, las plataformas digitales han permitido extender estos pequeños intercambios a la relación entre desconocidos a una escala sin precedentes, al reducir los costes de acceso al mercado por parte de usuarios ofertantes y los costes de transacción. Concretamente, las plataformas *peer-to-peer* permiten al consumidor comparar fácilmente precios entre distintos ofertantes, saber más del bien o servicio ofrecido, conocer la opinión de otros usuarios antes de decidirse y, en muchos casos, comunicarse directamente con el proveedor del bien o servicio.

En segundo lugar, los cambios culturales y económicos acaecidos en estos últimos años han llevado al consumidor a estar cada vez más abierto a compartir recursos y a acceder a bienes temporalmente en lugar de tenerlos en propiedad. Entre estos cambios, destaca el mayor interés por el elemento social y la comunidad –el deseo de expandir el círculo social a través de nuevas conexiones afines–, y la mayor preocupación por el medio ambiente.[2] Del mismo modo, el turista de hoy en día suele poner mayor énfasis en el coste y en la relación entre la calidad y el precio de los servicios que contrata, en parte por la amplia oferta que tiene a su alcance. En este contexto, el sector turístico constituye un candidato ideal para la expansión de los modelos de negocio asociados al *sharing*, debido a la naturaleza de los servicios que ofrece. Así pues, los bienes que conllevan un mayor

1. Parlamento Europeo (2017), «Tourism and the sharing economy», Briefing.
2. Botsman, R. y Rogers, R. (2010), «What's Mine Is Yours: The Rise of Collaborative Consumption», Nueva York: Harper Collins.

coste y de los que se hace un uso más ocasional son los más propensos a ser «compartidos» con terceros, por lo que no es de extrañar que los servicios de alojamiento y transporte sean los más impactados por el surgimiento de estos nuevos modelos de consumo.

En tercer lugar, porque las expectativas actuales del turista han cambiado. Concretamente, los consumidores turísticos –especialmente los jóvenes– están más abiertos a organizarse ellos mismos los viajes y demandan cada vez más poder disfrutar de experiencias únicas y personalizadas.[3] Este creciente deseo de disfrutar de experiencias «auténticas» ha dado lugar a la aparición de nuevos nichos de mercado. En este contexto, la economía del *sharing* ha ganado popularidad al ofrecer la posibilidad de contratar este tipo de experiencias, más flexibles y menos estandarizadas,[4] como estancias en alojamientos poco usuales o experiencias gastronómicas compartidas con residentes locales.

A todo ello se suma el hecho de que las actividades del *sharing* se han desarrollado en un momento de rápido crecimiento del sector turístico[5] –el número de turistas internacionales ha aumentado un 38% desde 2010–,[6] con lo que el aumento de este tipo de actividades ha sido aún más visible.

¿Qué efectos tiene sobre el mercado turístico?

Desde el punto de vista de las empresas turísticas (oferta), la llegada del *sharing* está transformando el entorno en el que se desenvuelven. Con la irrupción de estas plataformas digitales P2P, la oferta turística, normalmente compuesta por empresas tradicionales, se ha ampliado considerablemente, al reducirse notablemente las barreras de entrada al sector (se facilita que cualquier particular pueda convertirse en un proveedor de servicios turísticos). En este contexto, empresas establecidas en el mercado se han visto empujadas a responder a estos cambios para seguir siendo competitivas. Muchas de estas empresas han concentrado sus esfuerzos en tratar de satisfacer las expectativas del turista, a menudo mediante una reducción de precios, una mejora de la calidad de los servicios ofrecidos, innovación o una ampliación de los servicios que se ofrecen. Por ejemplo, proveedores tradicionales de alojamiento turístico han introducido programas de fidelización que ofrecen beneficios adicionales a sus clientes y han empezado a ofrecer actividades y eventos que tratan de «conectar» huéspedes con residentes locales y con la cultura local. No obstante, debido a que muchas de las actividades asociadas al *sharing* no están recogidas en la legislación actual, se pueden producir en muchos casos situaciones de competencia desleal, dado que las empresas ya establecidas, a diferencia de los nuevos participantes en el mercado, están sujetas a una normativa más estricta. Es, por tanto, importante desarrollar un marco normativo que ofrezca seguridad jurídica y unas reglas de juego equilibradas para todos los competidores (para más detalle, véase el artículo «Los retos de la regulación ante la economía del *sharing*» en este mismo Dossier). Por otro lado, hasta ahora, la economía del *sharing* ha tenido sobre todo impacto en las transacciones entre pares, donde una de las partes es un consumidor final. No obstante, a medio plazo, existe un elevado potencial para la aparición de modelos de negocio asociados al *sharing* en los que empresas del sector compartan recursos, con el fin de reducir costes y mejorar la eficiencia con la que operan.

Para el consumidor (demanda), este aumento y mejora de la oferta de servicios turísticos ha sido muy positivo, dado que le otorga un mayor poder de elección y decisión.[7] Hoy en día, el turista tiene a su alcance cada vez más opciones de alojamiento, ocio y desplazamiento, lo cual posibilita que pueda escoger una opción que se adapte mejor a sus gustos, necesidades y disposición a pagar. Además, puede comparar fácilmente calidades entre distintos ofertantes de todo el mundo y conocer la opinión de otros turistas antes de decidirse por un bien o servicio. Por otro lado, la economía del *sharing* también ha contribuido a generar una nueva demanda en el mercado turístico.[8] Así, dado que las plataformas P2P proveen una oferta de servicios turísticos alternativa, atraen a perfiles nuevos y distintos de turistas. Algunos de estos nuevos turistas se sienten atraídos por la oferta de experiencias locales, mientras que, para otros, especialmente los más jóvenes, lo atractivo es el menor precio y la accesibilidad digital del servicio. En este sentido, esta «nueva» oferta puede ayudar a crear nuevos nichos de mercado o atraer a turistas en destinos que no eran populares. No obstante, para poder garantizar un nivel de protección del consumidor adecuado y unos estándares de calidad mínimos, es necesario que estas actividades queden recogidas por la legislación.

En definitiva, la llegada del *sharing* y de los nuevos modelos de negocio asociados a ella ha tenido efectos disruptivos sobre la industria turística y ha cambiado la manera en la que los consumidores ven y usan los servicios turísticos tradicionales. La economía del *sharing* puede contribuir a mejorar la competitividad del sector y a complementar la oferta tradicional. No obstante, el rápido crecimiento que ha experimentado en los últimos años supone un importante desafío regulatorio, dado que muchas de estas actividades no están recogidas en la legislación actual. Adaptar el marco legal para dar respuesta a esta nueva realidad es pues una asignatura pendiente.[9]

Roser Ferrer
CaixaBank Research

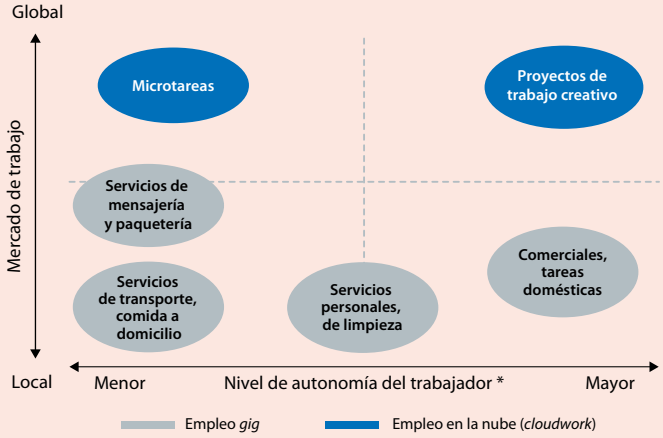
3. Amadeus Research Study (2013), «Trending with NextGen Travelers».
4. OCDE (2016), «Tourism Trends and Policies 2016», OECD Publishing.
5. Parlamento Europeo (2017).
6. Datos de la Organización Mundial del Turismo (UNWTO).
7. Stephany, A. (2015), «The Business of sharing: Making it in the New Sharing Economy», Palgrave Macmillan.
8. OCDE (2016).
9. Comisión Europea (2016), «A European agenda for the collaborative economy - supporting analysis», Commission Staff Working Document.

La economía del *sharing* y el mercado de trabajo

La mayoría de nuestros padres y abuelos trabajaron toda la vida en la misma empresa en la que empezaron su carrera profesional, una perspectiva impensable para los jóvenes de hoy en día que se incorporan al mercado laboral. En la actualidad, las relaciones laborales no estándares[1] son cada vez más comunes y, en parte, se encuentran detrás de la elevada tasa de empleados a tiempo parcial, con un contrato temporal o como autónomos (del 19,4%, 12,2% y 13,7%, respectivamente, en 2017). Además, el auge de la economía colaborativa ha llevado consigo la creación de otro nuevo tipo de empleo no estándar, el «empleo bajo demanda» (*on-demand employment*). Las plataformas digitales favorecen este tipo de empleo al reducir los costes de transacción y permitir un *matching* de oferta y demanda de empleo a tiempo real. Si hiciéramos un símil con las relaciones humanas, el trabajo estándar sería más como un matrimonio, un proyecto familiar a largo plazo, y el trabajo en la economía del *sharing*, una serie de citas a través de una aplicación para ligar.

Concretamente, el llamado empleo bajo demanda se puede agrupar en dos grandes categorías: el empleo *gig* y el empleo en la nube. El empleo *gig* se caracteriza porque los individuos utilizan plataformas digitales para buscar clientes a los que ofrecen servicios, algunos más intensivos en trabajo (como el servicio de entrega a domicilio) y otros más intensivos en capital (como puede ser el alquiler de una vivienda). En cambio, en el empleo en la nube (*cloud work*) son las empresas las que demandan vía web las tareas o servicios que necesitan que se lleven a cabo. En los mercados de empleo en la nube, como Amazon Mechanical Turk, Freelancer o Upwork, se demandan servicios muy diversos, de programación informática, diseño, traducción, tareas administrativas o de contabilidad, etc., muchos de los cuales hasta ahora no era tan fáciles de externalizar. A menudo, estos servicios consisten en microtareas simples que pueden llevarse a cabo en un periodo corto de tiempo, como completar una encuesta, y otras veces son trabajos más complejos, como el diseño completo de una web.

Tipología del empleo en la sharing economy



Nota: ** El nivel de autonomía del trabajador es menor cuando la plataforma ejerce mayor control sobre los precios y las condiciones de prestación de servicio, mientras que es mayor cuando el trabajador decide de manera más independiente.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la Comisión Europea (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».*

A pesar de la visibilidad de algunos empleos que se han generado a través de la *sharing economy* (piense solamente en las bicicletas de reparto de comida a domicilio que han aparecido en la mayoría de ciudades), es difícil estimar con precisión cuánta gente trabaja en el sector. De momento, las estadísticas oficiales, como la encuesta de población activa (EPA), no incluyen detalles sobre estos empleos,[2] ni las plataformas digitales proporcionan datos detallados sobre cuántos trabajadores los usan. No obstante, hay estudios que tratan de contabilizarlo a través de un algoritmo de *big data*. Harris y Krueger (2015) estimaron que alrededor del 0,5% de la fuerza laboral estadounidense estaba empleada en la economía colaborativa. Según De Groen y Maselli (2016), el equivalente europeo se situaría alrededor del 0,05% (alrededor de 100.000 trabajadores activos). Otras estimaciones a través de encuestas, datos de impuestos o movimientos bancarios apuntan a porcentajes mayores, aunque con medidas no directamente comparables. Así, alrededor del 22% de la población en EE. UU. ha ofrecido servicios en algún momento a través de aplicaciones *online*[3] y, en la UE, entre el 1 y el 5%.[4] El empleo en la economía del *sharing* representa pues un pequeño porcentaje de la fuerza laboral, pero está creciendo a gran velocidad.[5]

El empleo en la economía colaborativa ofrece claras ventajas en términos de flexibilidad. Los individuos deciden cuándo y dónde trabajan, lo que permite trabajar incluso a personas que de otro modo no lo habrían hecho por problemas de movilidad u otras restricciones. Además, el bajo coste de entrada facilita el acceso al mercado de trabajo a individuos que antes estarían fácilmente excluidos de él. Por ejemplo, según Uber, un 25% de sus conductores en París estaban desempleados antes de empezar a traba-

1. Según la Organización Internacional del Trabajo, se consideran trabajo no estándar las siguientes categorías: el trabajo a tiempo parcial, con contrato temporal y como autónomo.
2. Por el momento, Canadá es el único país que incluyó en la EPA preguntas sobre la economía colaborativa y obtuvo que alrededor del 0,5% de la fuerza laboral en 2016 trabajaba en ella (Statcan, 2017).
3. Véase Burson-Marsteller, Aspen Institute y *TIME* (2015), «The collaborative economy survey».
4. Parlamento Europeo (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».
5. Véase Farrell y Creig (2016), «The Online Platform Economy: What is the growth trajectory?», JP Morgan Chase Insights.

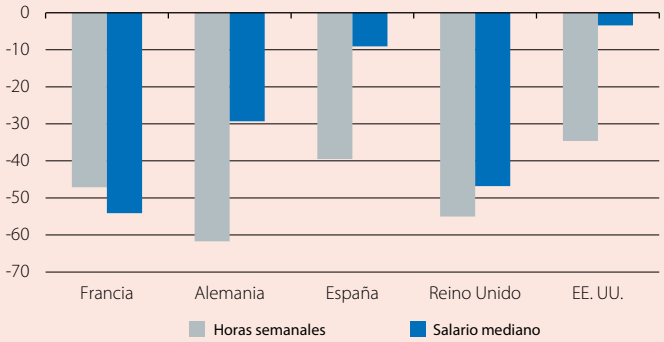
jar, y muchos residían en *banlieues* desfavorecidas con un alto nivel de desempleo. Así, utilizando aplicaciones de la *sharing economy*, obtuvieron empleo e ingresos en momentos de necesidad.

Sin embargo, no todo son ventajas: las condiciones laborales de los trabajos bajo demanda suelen ser peores que en otros tipos de empleo. En particular, el salario mediano de dichos trabajos es muy inferior al salario mínimo y el número de horas semanales trabajadas es la mitad que la del resto de trabajadores (véase el segundo gráfico). De hecho, para muchos de ellos es una forma tan complementaria e intermitente de empleo que, a menudo, ni consideran que estén trabajando. Por lo que respecta al pluriempleo, el hecho de realizar una multitud de tareas en trabajos distintos dificulta la especialización y el desarrollo de la carrera profesional. Asimismo, la mayor inseguridad laboral puede tener costes de salud en términos de ansiedad, estrés, etc.

Una cuestión que genera controversia es el estatus laboral de los individuos que realizan empleo bajo demanda. En la actualidad, el trabajo de la *sharing economy* está legalmente considerado como el de un autónomo, puesto que tiene muchos elementos característicos del mismo. El individuo escoge cuándo trabaja y cuántas horas lo hace, provee los medios para realizar el servicio, como un vehículo de su propiedad, y cobra solo por cada servicio realizado. Sin embargo, algunos elementos de su trabajo son más propios de un empleado, en particular en lo referente a la fijación de precios y condiciones de servicio, a menudo decidido por las aplicaciones. Asimismo, estas empresas utilizan la reputación *online* mediante *ratings* y diseñan algoritmos que afectan a la probabilidad de que un individuo ofrezca un servicio, pudiendo llegar hasta a excluirlo de la plataforma. Cuando así lo hacen, las plataformas están ejerciendo mecanismos de control sobre los prestadores de servicios más propios de empleados, que están obligados a seguirlos para prestar el servicio.

Comparación del empleo en la economía colaborativa y la economía tradicional *

Porcentaje



Nota: ** Comparativa de horas semanales trabajadas en la economía colaborativa con respecto a la media de horas en cada país y de ingresos medianos en la economía colaborativa con respecto al salario mínimo en el país.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la Comisión Europea (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».*

Por lo que respecta a derechos laborales, los trabajadores de la *sharing economy* no acostumbran a tener el derecho a la negociación colectiva, el derecho de asociación para negociar con las plataformas las condiciones de prestación de servicio ni están cubiertos por otros derechos fundamentales de los trabajadores como la no discriminación. Asimismo, la idiosincrasia del trabajo realizado, con multitud de servicios, de clientes, etc., limita la cobertura social y la acumulación de derechos de estos trabajadores.

Todas estas cuestiones han llevado a un debate sobre si es necesario un estatuto específico para estos trabajadores. Varios proponentes como Harris y Krueger[6] han abogado por un estatus de «empleado autónomo» que incluiría derechos como la sindicación, pero no otros como el salario mínimo o el seguro de desempleo. De hecho, algunas plataformas empiezan a ofrecer un seguro de accidente laboral a sus «trabajadores» o el derecho de asociación. Algunos países, sin embargo, disponen ya de relaciones laborales para «autónomos dependientes», una nueva figura creada antes de la llegada de la economía del *sharing*, pero que podría encajar con ella.[7]

Si bien el debate continúa abierto, y seguramente dependerá de cada sector y plataforma concreta, es importante señalar que muchas características del trabajo en la *sharing economy* son similares a otros empleos no estándares y pueden considerarse conjuntamente.[8] Por ejemplo, la dificultad de acumular derechos a prestaciones sociales en los empleos no estándares ha hecho ganar apoyos a la propuesta de ligar derechos a los individuos en lugar de a los puestos de trabajo.[9] Con ello, los derechos podrían acumularse y trasladarse de un trabajo al otro, con lo que estos no se perderían, a la vez que se facilitaría la flexibilidad del mercado de trabajo. En definitiva, la necesidad de adaptar la protección social no se limita solo al empleo en la economía colaborativa, sino a todos los empleos «no estándares» que cada vez son más corrientes en las economías del siglo XXI, en los que la globalización y los cambios tecnológicos están cambiando la manera de producir... y de trabajar.

Josep Mestres Domènech
CaixaBank Research

6. Véase Harris, D. y Krueger , A. B. (2015), «A Proposal for Modernizing Labor Laws for the Twenty-First-Century Work: The "Independent Worker"», The Hamilton Project, DP 2015-10.
7. En España, el trabajador autónomo económicamente dependiente (TRADE) es aquel que factura más del 75% de sus ventas a un solo cliente.
8. Véase De Estefano, V. (2016), «The rise of the "just-in-time workforce": On-demand work, crowdwork and labour protection in the "gig-economy"», ILO.
9. OCDE (2018), «Opportunities for All: OECD Framework for Policy Action on Inclusive Growth».

Los retos de la regulación ante la economía del *sharing*

El crecimiento de la economía del *sharing* ofrece a sus usuarios la posibilidad de disfrutar de las ventajas asociadas a esta nueva forma de hacer negocios, desde mejores precios a una mayor flexibilidad, pasando por un uso más eficiente de activos infrautilizados.[1] Sin embargo, no es oro todo lo que reluce: los modelos de negocio relacionados con la economía colaborativa también plantean nuevos y apasionantes retos a nivel regulatorio. Ello no debería sorprendernos si tenemos en cuenta que la regulación vigente todavía no se ha adaptado plenamente a dichos modelos de negocio, los cuales no existían en el momento en el que se diseñó el marco regulatorio en muchas de sus vertientes como, por ejemplo, normas de protección del consumidor o el marco tributario.

Así pues, el desafío para las administraciones es mayúsculo. De hecho, ya se ha abierto el debate en torno a la posibilidad de crear un marco regulatorio específico que recoja las nuevas realidades específicas de la *sharing economy*. En este artículo clasificamos los retos a los que se enfrentan los organismos regulatorios en tres categorías: retos relacionados con los consumidores, con las empresas y con el marco competitivo que determina las relaciones entre consumidores y empresas.

Empecemos por cómo debe enfocarse la regulación de la economía del *sharing* en todos aquellos aspectos que conciernen a los consumidores. Para encontrar algunas respuestas, puede ayudarnos el hecho de que ya hay algunos datos que sirven para calibrar cómo perciben los consumidores la magnitud de este fenómeno. Así, la Comisión Europea realizó una encuesta cuyos datos revelan que, en 2016, más de la mitad de los encuestados conocían de la existencia de la economía colaborativa, pero que solamente el 17% había utilizado al menos una vez las plataformas digitales que vehiculan estas actividades.[2] En este mismo sondeo se preguntaba a los individuos conocedores de la *sharing economy* qué aspectos de estos nuevos modelos de negocio les parecían más insatisfactorios. Dos de cada cinco coincidían en que uno de los principales inconvenientes como consumidores era el desconocimiento sobre quién se debe hacer responsable de los problemas que puedan surgir a la hora de realizar la transacción.

Esta respuesta ejemplifica a la perfección la existencia de algunos vacíos que hacen que muchos consumidores tengan una cierta sensación de incertidumbre a la hora de acceder a los bienes y servicios proveídos por la *sharing economy*. En las transacciones de la economía tradicional, los consumidores están protegidos por diversos derechos que les ofrece el marco regulatorio y que delimitan de forma nítida cómo se deben vehicular las transacciones con las empresas. Sin embargo, en la economía colaborativa, normalmente, en la mayoría de casos no están bien definidas las responsabilidades de cada una de las partes que participan de las transacciones. Por ello, se pueden producir situaciones en las que el consumidor no pueda reclamar una devolución de un producto, no tenga toda la información sobre las características del bien o servicio que espera recibir o que este no cumpla con unos mínimos de seguridad y protección de la salud. Este último ejemplo podría darse en aquellas plataformas que permiten compartir comidas elaboradas en casa de individuos, pero los retos de la regulación no son para nada fáciles: ¿es conveniente que las cocinas particulares de estos aficionados de los fogones pasen los mismos controles de higiene que los restaurantes? No necesariamente, dado que tal regulación podría suponer una barrera de entrada muy elevada que desincentivaría el uso de estas actividades. En este sentido, un argumento utilizado para evitar una sobrerregulación de la *sharing economy* es que esta se puede «autorregular» mediante los distintos modelos de reputación y de certificados, a través de los cuales los usuarios pueden valorarse los unos a los otros y así garantizar unos mínimos de calidad y seguridad necesarios de forma descentralizada e informal. No obstante, existen limitaciones a estos métodos, pues no siempre es posible contrastar la veracidad de estas valoraciones. Este ejemplo muestra la necesidad (y la dificultad) de definir un marco regulatorio que proteja a los consumidores sin que ello desincentive la innovación y el desarrollo de estos modelos de negocio.

Pasemos ahora a la regulación de la *sharing economy* relacionada con las empresas. Un elemento a tener en cuenta es que las empresas de economía colaborativa operan en un entorno con un marco regulatorio no diseñado expresamente para ellas. Esto favorece la existencia de ciertas lagunas normativas que pueden dificultar a las agencias tributarias la trazabilidad de las transacciones, lo que favorece un aumento de la economía sumergida. Así, la regulación debería ser capaz de distinguir correctamente entre las relaciones en las que las partes que participan de la transacción no están profesionalizadas y aquellas empresas que utilizan las plataformas para vender sus bienes o servicios con una carga tributaria menor. En esta línea, las recomendaciones no vinculantes de la Comisión Europea consideran una buena práctica que los estados miembros establezcan umbrales mínimos, a

1. Véase el artículo «La economía del *sharing*: de fenómeno emergente a pieza clave de la revolución digital» en este mismo Dossier.
2. Véase Comisión Europea (2016), «European agenda for the collaborative economy - supporting analysis», Commission Staff Working Document.

partir de los cuales los agentes proveedores dejen de ser considerados como no profesionalizados para ser tratados como empresas en lo que a normativa y tributación se refiere. Sin embargo, es una propuesta a la que le falta concreción, ya que no se determinan cuáles deben ser estos límites ni, incluso, las métricas con las que medir los umbrales, que se dejan a la elección de cada estado miembro (o incluso de autoridades regionales y locales).

A nivel tributario es necesario impulsar la armonización en el ámbito europeo. Por un lado, es bien sabido que la falta de coordinación entre los estados miembros de la UE facilita que algunas empresas se beneficien de los regímenes fiscales que les son más favorables. Por el otro, la segmentación regulatoria entre países dificulta la internacionalización de muchas empresas vinculadas a la *sharing economy*. La escalabilidad de estas plataformas es un factor clave en su desarrollo y adaptarse a las idiosincrasias regulatorias de cada estado miembro la limita, lo que provoca que la capitalización y el tamaño de plataformas *online* en Europa sea menor que en los EE. UU.[3]

Finalmente, en lo que al marco competitivo se refiere, la irrupción de estas nuevas empresas puede mejorar la situación de diversos agentes que participan en la *sharing economy*. Su entrada en el mercado ha incrementado la competencia en cada sector, lo que beneficia directamente al consumidor, que puede elegir entre una mayor variedad de proveedores y disfrutar, a menudo, de precios más ajustados. Asimismo, los competidores tradicionales también se pueden ver beneficiados por la entrada de estos nuevos agentes si son capaces de incorporar total o parcialmente la tecnología disruptiva y mejorar así su productividad, o ser capaces de llegar a un número mayor de consumidores.

Sin embargo, los nuevos modelos de negocio plantean, al menos, dos retos para mantener un marco competitivo adecuado. El primero es la falta de competencia entre empresas que se puede producir en los sectores en los que están emergiendo las plataformas vinculadas a la *sharing economy*. El motivo de fondo reside en que estas plataformas se basan en la interacción entre distintos usuarios y generan lo que se conoce como externalidad de red: la utilidad de consumir un bien o servicio aumenta con el número de agentes que consumen el mismo bien o servicio,[4] por lo que estos mercados pueden acabar siendo dominados por un número relativamente pequeño de empresas. En este sentido, es esencial que el marco regulatorio tenga en cuenta las idiosincrasias de estas actividades y vele por un marco competitivo sano donde se eviten situaciones de monopolio, con el perjuicio para la innovación que estas entrañarían.

El segundo reto que conlleva la emergencia de los nuevos modelos de negocio relacionados con la economía colaborativa es el de definir un marco competitivo que sea igual de riguroso para todas las empresas con el fin de evitar situaciones de competencia desleal. Como hemos comentado, algunas plataformas asociadas a la *sharing economy* han encontrado lagunas en el entorno regulatorio vigente que les han permitido obtener ciertas ventajas competitivas (como una menor carga tributaria o administrativa). El reto para el regulador consiste en configurar un marco flexible y ágil que estimule la innovación y el buen desarrollo de las actividades de la economía del *sharing* sin que se menoscabe la seguridad jurídica, la cual resulta indispensable para que todos los agentes estén en igualdad de condiciones. Claramente, se trata de una tarea compleja: el regulador deberá hilar muy fino para encontrar la forma de conjugar la necesidad de una mayor flexibilidad por un lado, con la salvaguardia de la seguridad jurídica por el otro.

A la complejidad de todos los retos descritos en este artículo, se le debe añadir otra característica: la gran agilidad en el ritmo de innovación de estas plataformas, superior a la capacidad de adaptación de las autoridades regulatorias. Ello provoca que hasta ahora la regulación haya ido a remolque de los cambios en los modelos de negocio. Por ello, el nuevo marco regulatorio debería ser capaz de contener los problemas mencionados anteriormente, a la vez que intentar ser vigente ante los futuros retos que las innovaciones plantearán.

En suma, la *sharing economy* ha traído consigo muchas oportunidades para los consumidores y empresas, pero también ha generado incertidumbre para consumidores, empresas y el entorno competitivo de la economía. Lo que es seguro es que ha venido para quedarse y, por ello, las autoridades deberán adaptar la regulación a esta realidad de forma justa, rápida y responsable.

Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

3. Véase Petropoulos, G. (2017), «An economic review of the collaborative economy», Bruegel.
4. Como ejemplo extremo de externalidad en red, en el momento en el que se inventó el teléfono, el consumidor que compró el primer ejemplar no se pudo beneficiar de él. Sin embargo, a medida que otros consumidores compraron el nuevo aparato, la utilidad del primer consumidor se vio aumentada al poder realizar llamadas a otras personas.

DATOS RELEVANTES

GRUPO CAIXABANK
31 de marzo de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	351.420
Crédito a la clientela, bruto	223.249
Resultado atribuido al Grupo, acumulado en el año	704
Capitalización bursátil	23.150
Clientes (millones)	15,7
Empleados	37.107
Oficinas	5.318
Oficinas *retail* en España	4.618
Número de cajeros en España	9.394

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓN BANCARIA "la Caixa":
Presupuesto 2018

	MILLONES €
Social	307,5
Investigación y formación de excelencia	91,1
Divulgación, cultura y conocimiento	121,4
Total Presupuesto	**520** *

* De los cuales 10 están destinados a Portugal.

BPI
31 de marzo de 2018

	MILLONES €
Recursos de clientes	32.708
Crédito a la clientela, bruto	22.697
Resultado atribuido, acumulado en el año	210
Resultado atribuido de actividades en Portugal, acumulado en el año	118
Clientes (millones)	1,9
Empleados	4.896
Oficinas	503
Número de cajeros	1.350

PUBLICACIONES

A través de sus publicaciones, CaixaBank Research estimula el debate y el intercambio de experiencias entre todos los sectores de la sociedad y favorece la divulgación de los grandes temas del entorno socioeconómico de nuestro tiempo.
Todas las publicaciones están disponibles en: **www.caixabankresearch.com**

IM INFORME MENSUAL

Análisis de la coyuntura económica española, portuguesa, europea e internacional, así como de la evolución de los mercados financieros, con artículos especializados sobre temas clave de la actualidad.

PULSO ECONÓMICO

Informe que analiza e interpreta los indicadores económicos más relevantes publicados durante los últimos siete días.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Colección que reúne la investigación científica en curso a cargo de los economistas de CaixaBank Research.

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA

Monografías que analizan a fondo aspectos específicos de la economía y del sector financiero.

ECONOMIC PAPERS

Monografías sobre aspectos relevantes de la economía mundial, para estimular la discusión y propiciar el intercambio de experiencias entre los diferentes agentes económicos.

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Diagnóstico estratégico que pretende contribuir a un mejor conocimiento de la compleja realidad económico-territorial de España.

CÁTEDRA "LA CAIXA" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

Clases magistrales y conferencias para promover la reflexión y el debate sobre los principales retos económicos y sociales.

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2018
© Banco BPI, 2018

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

TEMAS CLAVE

Consulta en nuestra web los nuevos artículos sobre temas clave de la actualidad económica y financiera

Este mes destacamos:

Bajos tipos de interés: ¿hasta cuándo?

- El impacto de las condiciones y vulnerabilidades financieras sobre el crecimiento
- La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria

Expansión económica en los emergentes: ¿antesala de una etapa de bonanza duradera?

- Emergentes frágiles: Argentina y Turquía, ni casos excepcionales, ni los primeros de muchos otros
- Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida

Las políticas sociales de la Unión Europea en la encrucijada

- La formación profesional dual, una fórmula a potenciar
- El salario mínimo en la UE, más allá de la polémica

El auge del sector exterior español y sus *spillovers*

- Las exportaciones y la calidad del empleo
- La cuenta corriente española sigue una trayectoria favorable

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC www.fsc.org MIXTO Papel procedente de fuentes responsables FSC® C015618